

Đổi mới doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam: Sự thay đổi kết quả tài chính

Phạm Đức Cường*

Ngày nhận: 16/7/2015

Ngày nhận bản sửa: 5/10/2015

Ngày duyệt đăng: 25/01/2016

Tóm tắt:

Bài viết này đánh giá sự thay đổi kết quả về mặt tài chính của quá trình đổi mới doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam. Bài viết sử dụng các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các doanh nghiệp nhà nước đã được cổ phần hóa và hiện đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bài viết thực hiện so sánh các tỷ suất tài chính giữa hai thời điểm trước và sau khi cổ phần hóa. Kết quả nghiên cứu thể hiện việc đổi mới doanh nghiệp nhà nước bằng cổ phần hóa dẫn đến sự cải thiện về khả năng sinh lợi, nợ thấp hơn, hiệu quả sử dụng tài sản ngắn hạn thấp hơn, các rủi ro tiềm tàng do nợ ngắn hạn cao. Kết quả nghiên cứu đề xuất rằng việc đổi mới doanh nghiệp nhà nước nên được tiếp tục. Tuy nhiên, chính phủ nên tập trung vào việc chuyển đổi cách thức và bộ máy quản lý trong doanh nghiệp nhà nước bên cạnh các thay đổi khác.

Từ khóa: Đổi mới doanh nghiệp nhà nước, kết quả tài chính, Việt Nam

Renovating Vietnamese state-owned enterprises: improvement in financial performance

Abstract:

This paper assesses financial performance of renovated state-owned enterprises in Vietnam. The study uses audited financial statements of SOEs which had been privatized and are currently listed in Vietnam stock market. The paper makes comparison of financial indicators between post-privatization and pre-privatization. The results show that privatization bring improvements in profitability, debt, asset usage efficiency, and potential risk of paying short-term liabilities. The paper also provides some recommendations in which Vietnamese government should focus on management mechanism in SOEs.

Keywords: Renovating SOE; financial performance; Vietnam.

1. Giới thiệu

Tại Việt Nam, số doanh nghiệp nhà nước được thành lập ngay sau 1975 là rất lớn, và phần nhiều doanh nghiệp nhà nước này hoạt động không thực sự hiệu quả. Tại Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ VI, Đảng Cộng sản Việt Nam đã khởi xướng sự nghiệp Đổi mới và chương trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước là công cụ chính. Từ đó đến nay, Nhà nước đã kiên trì tiến hành cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước nhỏ và vừa, làm ăn kém hiệu quả, không thuộc ngành nghề chiến lược. Sau hơn 20

năm đổi mới, chúng ta đã đạt được những thành tựu nhất định, như: số lượng doanh nghiệp nhà nước giảm từ 12.000 doanh nghiệp (DN) xuống còn khoảng 900 doanh nghiệp (Quang Thắng, 2015). Và, theo nhiều nghiên cứu khác, các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa đã có doanh thu (DT), tài sản, lợi nhuận (LN) và nộp ngân sách tăng.

Nhiều nhà nghiên cứu cho rằng, chương trình cổ phần hóa mà Việt Nam áp dụng là thận trọng, và mang tính nội bộ. Nhiều học giả cho rằng, chúng ta còn thiếu kinh nghiệm, hệ thống luật liên quan chưa

đầy đủ và sự non yếu của thị trường chứng khoán Việt Nam (Vu Anh, 2005) và còn do dự vì sợ lặp lại sai lầm như nước Nga trước kia. Một số học giả khác nhận định rằng, cổ phần hóa có nhiều khó khăn do định giá doanh nghiệp (Sông Trà, 2015), khó xác định lĩnh vực chiến lược, khó xây dựng lộ trình và thời gian thực hiện, khó khăn về cơ chế và chính sách (Sông Trà, 2015),...

Các nghiên cứu nêu trên đã đóng góp vào cơ sở lý thuyết về đổi mới doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam. Tuy nhiên các nghiên cứu trên mới chỉ ở mức gợi mở, kết quả nghiên cứu chưa thực sự thuyết phục do mẫu nghiên cứu nhỏ, dữ liệu nghiên cứu được chưa thực sự thuyết phục,... Những định hướng mới của chính phủ Việt Nam hiện nay về việc đẩy nhanh quá trình đổi mới doanh nghiệp nhà nước bằng cổ phần hóa, và những khoảng trống nghiên cứu hiện tại thúc đẩy tác giả thực hiện nghiên cứu này.

Bài viết hướng đến đánh giá sự thay đổi về mặt kết quả tài chính sau khi doanh nghiệp nhà nước thực hiện cổ phần hóa. Kết quả nghiên cứu sẽ góp phần giúp những nhà hoạch định chính sách trong đưa ra các biện pháp hoặc chính sách liên quan đến chương trình đổi mới doanh nghiệp nhà nước thông qua cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước nói riêng tại Việt Nam.

2. Tổng quan nghiên cứu

Từ cuối những năm 1970 của thế kỷ trước một phần lớn tổng quan nghiên cứu về hoạt động của lĩnh vực công được thực hiện. Mặc dầu khối lượng nghiên cứu trước kia là rất lớn và đa dạng nhưng có nhiều phát hiện chung, đặc biệt là những phê phán về lĩnh vực công, bao gồm mục tiêu hoạt động không rõ ràng, quá trình thực thi các chính sách công kém hiệu quả và hiệu lực, lĩnh vực công cồng kềnh về mặt quy mô. Các phê phán còn liên quan đến bộ máy quản lý cồng kềnh, quan liêu, không quan tâm tới người đóng thuế, cung cấp các dịch vụ công với số lượng ít và chất lượng kém (Osborne & Gaebler, 1992; Jones & Kettl, 2003; Carmen & Stittle, 2014). Nhiều nghiên cứu khác cho rằng sự kém hiệu quả trong lĩnh vực công sẽ làm thâm hụt ngân sách xuất phát từ chi tiêu công quá nhiều. Các học giả đã có cùng quan điểm cho rằng nếu không có đổi mới trong lĩnh vực công thì sự kém hiệu quả và kém hiệu lực trong lĩnh vực này sẽ không thể được loại bỏ (Osborne & Gaebler, 1992; Pollitt & Bouckaert, 2004).

Một số học giả nghiên cứu về đổi mới tại các nước đã tin rằng các quốc gia như Vương quốc Anh, New Zealand và Australia là những nước đi đầu thực hiện đổi mới và những quốc gia này đã đạt được nhiều thành tựu (Carlin, 2003). Trong nhóm nghiên cứu này, nhiều học giả tin rằng những thay đổi về phương thức quản lý mới từ lĩnh vực tư nhân khi áp dụng vào lĩnh vực công như quản trị, kế toán, kiểm toán,... đã mang lại những thay đổi cho lĩnh vực công (Pilcher & cộng sự, 2013). Một số học giả khác khẳng định rằng các phương pháp đổi mới áp dụng như thuê ngoài (contracting out), thương mại hóa (commercialization), thành lập doanh nghiệp (corporatization), cổ phần hóa (privatization) là những giải pháp cải thiện tính hiệu quả và hiệu lực trong lĩnh vực công (Pham & Carlin, 2009).

Cổ phần hóa là một công cụ quan trọng khác của chương trình đổi mới trong lĩnh vực công được áp dụng rộng rãi ở các nước trên thế giới, với nhiều thành tựu, đặc biệt tại Vương quốc Anh do chính phủ của Thủ tướng Thatcher áp dụng vào những năm 1970. Cổ phần hóa làm tăng tính hiệu quả hoạt động của các đơn vị, loại bỏ việc trợ cấp, thu hút vốn đầu tư tư nhân,... Từ đầu những năm 1980 của thế kỷ trước, chương trình cổ phần hóa đã lan rộng ra khắp thế giới và sâu rộng tới từng lĩnh vực của nền kinh tế của bất kỳ quốc gia nào áp dụng chương trình này (Megginson & Netter, 2001).

Cho tới nay có thể nói có nhiều nghiên cứu thực nghiệm tập trung vào việc đánh giá ảnh hưởng của cổ phần hóa lên hiệu quả hoạt động của đơn vị công bằng cách xây dựng các bộ dữ liệu về các đơn vị tại một quốc gia, hoặc bộ dữ liệu bao gồm các doanh nghiệp thuộc các ngành khác nhau từ các nước khác nhau. Mặc dầu các nghiên cứu có khoảng thời gian khảo sát khác nhau, dữ liệu khác nhau, phương pháp khác nhau nhưng nhiều kết quả nghiên cứu tương tự nhau. Theo đó, doanh nghiệp cổ phần hóa hoạt động hiệu quả hơn doanh nghiệp nhà nước, hơn doanh nghiệp hỗn hợp (Boardman & Vining, 1992; Dewenter & Malatesta, 2001; Wu & Parker, 2007; Mathur & Banchuenvijit, 2007).

Phương pháp phân tích thực nghiệm được đề cập và áp dụng nhiều cho đến hiện nay được thực hiện bởi Megginson & cộng sự (1994). Các tác giả sử dụng thông tin kế toán trên các báo cáo tài chính của 61 doanh nghiệp cổ phần hóa từ 18 quốc gia và thuộc 32 ngành khác nhau và thực hiện việc so sánh tình hình tài chính trước và sau khi cổ phần hóa. Các

Bảng 1: Tóm tắt kết quả nghiên cứu của các tác giả

STT	Tác giả	Mẫu nghiên cứu	Kết quả nghiên cứu
1	Macquieira & Zurita (1996)	22 doanh nghiệp ở Chile	Tỷ suất sinh lợi tăng; Chi tiêu vốn tăng; Đầu ra không đổi; Đòn bẩy tài chính tăng; Chi trả cổ tức tăng
2	Laporta & Lopez (1997)	218 doanh nghiệp ở Mexico	Tỷ suất sinh lợi tăng; Hiệu quả hoạt động tăng; Chi tiêu vốn không đổi; Đầu ra tăng; Đòn bẩy tài chính giảm; Chi trả cổ tức tăng
3	Boubakri & Cosset (1998)	79 doanh nghiệp ở 21 nước đang phát triển	Tỷ suất sinh lợi tăng; Hiệu quả hoạt động tăng; Chi tiêu vốn không đổi; Đầu ra tăng; Đòn bẩy tài chính giảm; Chi trả cổ tức tăng
4	D'Souza & Megginson (1999)	85 doanh nghiệp ở 28 nước (có 15 nước công nghiệp)	Tỷ suất sinh lợi tăng; Hiệu quả hoạt động tăng; Chi tiêu vốn giảm; Đầu ra tăng; Đòn bẩy tài chính giảm; Chi trả cổ tức tăng
5	Aussenegg & Jelic (2002)	154 doanh nghiệp ở 3 nước Ba Lan, Czech, Hungary	Tỷ suất sinh lợi không tăng; Hiệu quả hoạt động giảm; Chi tiêu vốn không đổi; Đầu ra giảm; Đòn bẩy tài chính không đổi.
6	Harper (2000)	178 doanh nghiệp ở CH Czech	Khả năng sinh lợi tăng; Hiệu quả hoạt động tăng; Số lượng lao động giảm.
7	Wei & cộng sự (2003)	208 doanh nghiệp ở Trung Quốc	Tỷ suất sinh lợi tăng; Hiệu quả hoạt động tăng; Chi tiêu vốn không đổi; Đầu ra tăng; Đòn bẩy tài chính giảm; Chi trả cổ tức tăng
8	Alipour (2012)	35 doanh nghiệp ở Iran	Tỷ suất sinh lợi tăng; Hiệu quả hoạt động tăng; Chi tiêu vốn tăng; Đầu ra không đổi; Đòn bẩy tài chính giảm; Chi trả cổ tức tăng

tác giả đã đề xuất rằng sau khi cổ phần hóa các doanh nghiệp đã tăng doanh thu, tăng khả năng sinh lời (đo lường bởi tỷ suất ROS, ROA, ROE), tăng đầu tư vào tài sản cố định (TSCĐ), tăng hiệu quả hoạt động (đo lường bởi tỷ suất doanh thu trên một lao động), giảm nợ, và tăng cổ tức phân chia.

Phương pháp nghiên cứu thực nghiệm nêu trên đã được nhiều học giả tiếp tục áp dụng để xem xét tình hình tài chính của các doanh nghiệp tại các nước khác nhau theo các ngành nghề khác nhau, và kết quả nghiên cứu có nhiều điểm tương đồng với nghiên cứu của Megginson và cộng sự. Bảng 1 tóm tắt các nghiên cứu của các học giả theo xu hướng này.

Nghiên cứu về đổi mới doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam, các học giả cho rằng vào giữa những năm 1990, gần như tất cả các doanh nghiệp nhà nước thể hiện hoạt động kém hiệu quả. Một ví dụ, theo nghiên cứu do IMF thực hiện, vào cuối năm 1997 chỉ có 40% các doanh nghiệp nhà nước hoạt động có lợi nhuận, 44% thường xuyên lỗ, và 16% số doanh nghiệp này luôn bị lỗ (IMF, 1999). Nhằm thay đổi tình trạng này, chính phủ Việt Nam đã quyết định tăng tốc cổ phần hóa, bắt đầu từ năm 1996, và kết quả là số lượng doanh nghiệp nhà nước chỉ còn 1.300 doanh nghiệp vào cuối năm 2012 (Thanh Thanh Lan, 2012).

Mặc dầu có nhiều học giả nghiên cứu nhưng không nhiều nghiên cứu thực nghiệm về kết quả tài chính của doanh nghiệp sau khi cổ phần hóa. Một số học giả như Webster & Amin (1998) thông qua điều tra bằng bảng hỏi về 14 doanh nghiệp cổ phần hóa và phát hiện ra sự thay đổi theo hướng tích cực hơn về khả năng sinh lợi, giảm nợ, giảm số lượng lao động, nhiều khó khăn trong việc huy động vốn lưu động cho hoạt động (Webster & Amin, 1998).

Một nghiên cứu có kết quả nổi bật là nghiên cứu do Truong & cộng sự (2006) thực hiện. Tác giả đánh giá ảnh hưởng của cổ phần hóa lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam bằng việc sử dụng một mẫu nghiên cứu gồm 121 doanh nghiệp cổ phần hóa và sử dụng phương pháp nghiên cứu như Megginson & cộng sự (1994). Tác giả đã kết luận rằng sau khi cổ phần hóa, các doanh nghiệp cổ phần hóa Việt Nam đã có sự cải thiện về khả năng sinh lợi, doanh thu, hiệu quả kinh doanh, và thu nhập của người lao động.

Các nghiên cứu này đóng góp rất lớn và kiến thức tổng quan, tuy nhiên vẫn có những tồn tại về phương pháp nghiên cứu có thể ảnh hưởng tới kết luận rút ra. Cụ thể, một số nghiên cứu dựa vào mẫu nghiên cứu nhỏ (ví dụ Webster & Amin, 1998), hoặc dữ liệu thu thập bằng cách phỏng vấn từ những người quản lý cấp cao của doanh nghiệp cổ phần

hóa nên vẫn có tính chủ quan cao (ví dụ, Truong & cộng sự, 2006). Không nghiên cứu nào trước kia sử dụng dữ liệu là những báo cáo tài chính đã được kiểm toán. Hơn nữa khoảng thời gian khảo sát của các nghiên cứu trước kia không dài nên không phản ánh được sự thay đổi rõ nét.

Như vậy, mặc dù những nghiên cứu thực nghiệm đã đóng góp nhiều vào kiến thức tổng quan về đổi mới doanh nghiệp nhà nước, các nghiên cứu trước kia vẫn thể hiện khoảng trống nghiên cứu, cụ thể là chưa có nghiên cứu nào tập trung vào hiệu quả tài chính sau khi cổ phần hóa. Hơn nữa, không có nghiên cứu nào trước kia xem xét nhân tố chính làm thay đổi kết quả hoạt động của các doanh nghiệp cổ phần hóa. Nghiên cứu này sẽ khóa lấp khoảng trống nghiên cứu này.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Tác giả dựa vào thị trường chứng khoán Việt Nam để thu thập dữ liệu. Mặc dù có 469 doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa và đang niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam nhưng nhiều doanh nghiệp không công khai báo cáo tài chính giai đoạn trước cổ phần hóa hoặc có công khai nhưng không đầy đủ. Cuối cùng nghiên cứu chỉ thu thập được báo cáo tài chính của 43 doanh nghiệp cổ phần hóa phục vụ cho việc phân tích. Thông tin về các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu được trình bày tại phần phụ lục.

Để thực hiện việc phân tích, tác giả đặt năm cổ phần hóa là (t=0), khi đó năm trước cổ phần hóa là (t-1), và (t+1) và (t+2) tương ứng với năm thứ nhất và thứ hai sau thời điểm cổ phần hóa. Để đánh giá sự thay đổi kết quả hoạt động tác giả sử dụng 6

nhóm chỉ tiêu (1) Khả năng sinh lợi và quản lý chi phí; (2) Hiệu quả sử dụng vốn lưu động; (3) Khả năng thanh toán; (4) Cấu trúc tài chính; (5) Hiệu quả sử dụng tài sản; và (6) Hiệu quả hoạt động. Các tỷ suất tài chính theo các nhóm được tính riêng cho từng công ty trong mẫu theo thời gian nghiên cứu. Với tổng số 18 chỉ tiêu, 43 công ty, và 4 điểm thời gian nghiên cứu tác giả có bảng dữ liệu với tổng cộng 3.096 giá trị.

Trong từng chỉ tiêu, nghiên cứu thực hiện việc tính giá trị trung bình và giá trị trung bình có điều chỉnh¹ cho theo từng năm. Giá trị trung bình cộng tính theo từng chỉ tiêu và theo từng mốc thời gian là cơ sở kiểm định thống kê. Mỗi chỉ tiêu được đánh giá là có sự khác biệt nếu, thứ nhất, giá trị trung bình cộng giữa các mốc thời gian nghiên cứu là khác nhau và thứ hai, kết quả kiểm định thống kê cho thấy khoảng tin cậy là lớn (significance level) ở mức trên 90%.

Về kiểm định thống kê, tác giả áp dụng Shapiro-Wilk để kiểm định sự phân bố chuẩn của 18 biến mẫu nghiên cứu và kết quả cho thấy các biến không tuân thủ quy luật phân phối chuẩn. Từ đó, để đánh giá sự thay đổi của các biến nghiên cứu, tác giả phải áp dụng phương pháp kiểm định phi tham số (non-parametric testing) cho kết quả phân tích (Field, 2005). Kiểm định phi tham số thứ nhất được áp dụng là kiểm định Friedman. Nếu kiểm định Friedman khẳng định có sự thay đổi giá trị trung bình của biến nghiên cứu qua các điểm thời gian, tác giả sẽ áp dụng kiểm định Wilcoxon Signed Rank (Field, 2005; Pallant, 2007) để xác định chính xác kết quả khác biệt. Kết quả phân tích và kiểm định được trình bày trong mục 4.

Bảng 2: Các chỉ tiêu thống kê giản đơn của các doanh nghiệp nghiên cứu

Chỉ tiêu	Trung bình cộng		Trung vị		Tối thiểu		Tối đa	
	t-1	t+2	t-1	t+2	t-1	t+2	t-1	t+2
1. Tổng tài sản (Tỷ VND)	406,4	1.066,1	249,0	478,4	6,1	27,0	2.668,2	8.632,9
2. Tổng DT và TN (Tỷ VND)	530,9	987,4	399,3	647,2	17,1	59,7	2.147,6	5.309,4
3. LN trước thuế (Tỷ VND)	29,9	89,6	10,2	34,0	0,2	2,4	407,0	928,7
4. Tổng chi phí (Tỷ VND)	480,7	887,8	359,4	578,7	14,1	57,3	2.081,6	5.221,1
5. Nợ phải trả (Tỷ VND)	240,2	737,8	124,4	267,4	3,7	7,8	1.839,6	6.096,9
6. Tổng VCSH (Tỷ đồng)	164,2	377,1	56,5	181,0	2,4	19,1	1.120,9	2.712,2
7. NG TSCĐ bình quân (Tỷ VND)	295,8	521,8	164,3	195,2	1,5	14,8	1.871,8	3.391,9
8. Đòn bẩy tài chính (Lần)	5,27	3,15	2,57	2,60	0,99	0,99	37,59	8,77
9. Lợi nhuận trên DT và thu nhập (%)	7,15	8,68	3,54	6,03	0,21	0,64	38,67	29,47

Bảng 3: Trung bình cộng và trung bình cộng có điều chỉnh của ROSI các năm nghiên cứu

	t-1	t=0	t+1	t+2
Trung bình cộng	7,15	7,77	9,19	8,68
TB cộng có điều chỉnh	5,63	7,60	8,66	9,07
Giá trị trung vị	3,54	4,69	5,95	5,99

4. Kết quả phân tích

Các kết quả thống kê mô tả

Trước khi trình bày kết quả phân tích cụ thể cho từng nhóm chỉ tiêu, tác giả tóm tắt một số chỉ tiêu chính của các doanh nghiệp cổ phần bằng một số chỉ tiêu thống kê đơn giản (Bảng 2).

Theo Bảng 2, bảy chỉ tiêu đầu tiên trong bảng cho thấy sự tăng lên của tất cả các chỉ tiêu tính toán, theo giá trị trung bình cộng, giá trị trung vị, tối thiểu, tối đa. Với chỉ tiêu đòn bẩy tài chính (chỉ tiêu 8), số liệu tính toán cho thấy cấu trúc nợ và vốn chủ sở hữu (VCSH) sau thời gian cổ phần hóa đã hợp lý hơn: tài sản của doanh nghiệp đã được đầu tư bằng vốn chủ sở hữu thay vì bằng vốn vay. Sự thay đổi tích cực cũng xảy ra đối với tỷ suất lợi nhuận trước thuế trên doanh thu và thu nhập thuần. Kết quả này của tác giả nhất quán với những báo cáo trước của các học giả nghiên cứu về cổ phần hóa ở Việt Nam, ví dụ các tác giả Webster & Amin (1998); CIEM (2002); Vu Anh, (2005); Truong & cộng sự (2006).

Khả năng sinh lợi và quản lý chi phí

Tỷ suất tài chính đầu tiên mà tác giả thực hiện phân tích là tỷ suất khả năng sinh lợi của doanh thu (ROSI). Chúng tôi sử dụng lợi nhuận trước thuế để loại bỏ sự ảnh hưởng của chính sách thuế đến chỉ tiêu phân tích. Chúng tôi thực hiện tính toán tỷ suất này cho 43 công ty trong mẫu nghiên cứu và theo bốn mốc thời gian: (1) trước cổ phần hóa; (2) năm cổ phần hóa; (3) một năm sau cổ phần hóa; (4) hai năm sau cổ phần hóa. Kết quả như sau:

Kết quả này cho thấy tăng lên của tỷ suất này sau từng năm nghiên cứu. Cụ thể, trung bình cộng của tỷ suất này tăng lên ngay sau khi cổ phần hóa, từ 7,15% năm trước cổ phần hóa lên 7,77%, 9,19%, 8,68% theo các năm cổ phần hóa, một năm sau cổ phần hóa, hai năm sau cổ phần hóa tương ứng.

Áp dụng kiểm định Friedman cho thấy rằng, ở khoảng tin cậy 99%, chắc chắn có sự thay đổi một cách rõ rệt về tỷ suất này sau khi cổ phần hóa. Để có thể xác định được chính xác các năm phát sinh sự khác biệt, tác giả thực hiện việc kiểm định bằng Wilcoxon Signed Rank. Kết quả kiểm định này được trình bày ở Bảng 4.

Kết quả kiểm định Wilcoxon signed rank cho thấy tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu và thu nhập thuần của doanh nghiệp nghiên cứu có sự thay đổi sau từng năm. Với kết quả kiểm định ở khoảng tin cậy trên 95% chúng ta có thể kết luận rằng doanh nghiệp sau khi cổ phần hóa, tỷ suất lợi nhuận trước thuế trên doanh thu và thu nhập thuần có sự thay đổi theo chiều hướng tích cực hơn. Tuy nhiên sự thay đổi tăng này không nhiều sau hai năm sau cổ phần hóa.

Hiệu quả sử dụng vốn lưu động

Để đánh giá hiệu quả sử dụng vốn lưu động của doanh nghiệp, tác giả sử dụng các chỉ tiêu chính bao gồm: (1) số lần thu nợ phải thu; (2) số lần thanh toán nợ phải trả; (3) số lần luân chuyển hàng tồn kho; và (4) tỷ suất doanh thu trên vốn lưu động thuần. Các chỉ tiêu này được phân tích lần lượt theo các mục

Bảng 4: Kết quả kiểm định bằng Wilcoxon Signed rank

	ROSI0 vs ROSI-1.	ROSI+1 vs ROSI-1.	ROSI+2 vs ROSI-1	ROSI+1 vs ROSI0	ROSI+2 vs ROSI0	ROSI+2 vs ROSI+1
Z	-2,017	-3,200	-2,705	-2,391	-1,860	-,290
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,044*	0,001*	0,007*	0,017*	0,063*	0,772
Số DN có ROSI tăng	27	32	32	28	28	25
Số DN có ROSI giảm	16	11	11	15	15	18

Ghi chú: (*) Có ý nghĩa thống kê ở mức 95%; (**) Có ý nghĩa thống kê ở mức 90%

Bảng 5: Kết quả phân tích hiệu quả sử dụng vốn lưu động

	Giá trị trung bình cộng (Mean)				Kiểm định Friedman	
	Mean (t-1)	Mean at t=0	Mean at t+1	Mean at t+2	Test result	Ý nghĩa
Số lần thu nợ phải thu (*)	16.16	12.62	12.02	12.26	R ² = 12.314 p= 0.006	Có sự giảm trọng yếu, cần phải có kiểm định bổ sung
Số lần thanh toán nợ người bán	22.16	19.57	20.45	21.00	R ² = 1.416; p= 0.702	Giảm không đáng kể không cần kiểm định bổ sung
Số lần quay vòng hàng tồn kho	13.81	12.82	14.32	12.69	R ² = 2.182; p= 0.536	Xu hướng thay đổi không rõ ràng, không cần kiểm định bổ sung
Hiệu quả sử dụng vốn lưu động thuần	0.78	8.97	8.48	5.98	R ² = 1.950; p= 0.583	Xu hướng thay đổi không rõ ràng, không cần kiểm định bổ sung

Ghi chú: (*) Có ý nghĩa thống kê ở mức 95%; (**) Có ý nghĩa thống kê ở mức 90%

nhỏ ở Bảng 5.

Tính toán giá trị trung bình và kiểm định Friedman phản ánh sự thay đổi quan trọng trong chỉ tiêu số lần thu nợ phải thu nhưng sự thay đổi không đáng kể đối với số lần thanh toán nợ phải trả người bán và số lần quay vòng hàng tồn kho. Áp dụng kiểm định Wilcoxon Signed Rank cũng khẳng định sự thay đổi có ý nghĩa thống kê của chỉ tiêu số lần thu nợ phải thu. Kết quả thật đáng ngạc nhiên, sau khi thực hiện cổ phần hóa, các doanh nghiệp đã mất nhiều thời gian hơn để thu hồi nợ phải thu. Đây có thể là do: (1) sự kém cỏi của đội ngũ quản lý trong việc thu hồi nợ phải thu; hoặc (2) các doanh nghiệp cổ phần hóa đã dẫn nợ cho khách hàng nhằm bán được nhiều hàng hơn. Khả năng thứ hai này dường như đúng với thực tế rằng, như đã nêu trong bảng 2,

các doanh nghiệp cổ phần hóa có doanh thu tăng đáng kể sau khi chuyển đổi sở hữu.

Khả năng thanh toán và cấu trúc tài chính

Để đánh giá khả năng thanh toán nợ ngắn hạn và cấu trúc tài chính tác giả thực hiện phân tích 5 chi tiêu. Kết quả phân tích và kiểm định Friedman được tóm tắt ở Bảng 6.

Kết quả phân tích về khả năng thanh toán cho thấy các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có thể gặp khó khăn trong việc trả các khoản nợ ngắn hạn bằng những tài sản ngắn hạn. Kết quả này cũng nhất quán với kết quả phân tích về quản lý và sử dụng vốn lưu động ngắn hạn ở trên.

Kết quả phân tích về cấu trúc tài chính cho thấy việc các doanh nghiệp cổ phần hóa đã tăng tài sản

Bảng 6: Kết quả phân tích về khả năng thanh toán và cấu trúc tài chính

	Giá trị TBC (Mean)				Friedman test statistic	
	Mean at t-1	Mean at t=0	Mean at t+1	Mean at t+2	Test result	Ý nghĩa
Tỷ suất khả năng thanh toán hiện hành	0.86	0.87	0.84	0.92	R ² = 5.315; p= 0.150	Xu hướng không đổi, khả năng trả nợ ngắn hạn thấp, không cần kiểm định bổ sung
Tỷ suất khả năng thanh toán nhanh	0.75	0.68	0.82	0.75	R ² = 4.390; p= 0.222	Xu hướng không đổi, khả năng trả nợ ngắn hạn thấp, không cần kiểm định bổ sung
Tỷ suất nợ trên VCSH	3.68	2.72	2.06	2.29	R ² = 1.912; p= 0.591	Xu hướng nợ thấp hơn nhưng không rõ ràng. Rủi ro tiềm tàng trong việc trả nợ. Không cần kiểm định bổ sung.
Tỷ suất nợ dài hạn trên VCSH	0.96	0.64	0.63	0.64	R ² = 0.777; p= 0.855	Nợ dài hạn thấp hơn, mức thay đổi không trọng yếu. Không cần kiểm định bổ sung.
Tỷ suất nợ ngắn hạn trên tổng nợ**	79.71	80.70	74.61	77.12	R ² = 7.703; p= 0.053	Nợ ngắn hạn cao, khả năng thanh toán nợ ngắn hạn thấp. Không cần kiểm định bổ sung.

Ghi chú: (*) Có ý nghĩa thống kê ở mức 95%; (**) Có ý nghĩa thống kê ở mức 90%

Bảng 7: Bảng tóm tắt hiệu quả sử dụng tài sản

	Giá trị TBC (Mean)				Friedman test statistic	
	Mean at t-1	Mean at t=0	Mean at t+1	Mean at t+2	Test result	Ý nghĩa
ROA ^(*)	9.82	12.00	11.81	11.20	R ² = 8.274 p= 0.041	Tăng đáng kể, cần kiểm định bổ sung
Tỷ suất DT trên tổng tài sản ^(*)	2.10	1.99	1.95	1.93	R ² = 9.000; p= 0.029	Giảm đáng kể, cần kiểm định bổ sung
Tỷ suất DT trên TSCĐ	3.44	5.25	4.61	4.75	R ² = 3.360; p= 0.339	Tăng nhưng không rõ xu hướng, không cần kiểm định bổ sung
Tỷ suất DT trên tài sản ngắn hạn ^(*)	3.47	3.12	3.15	3.17	R ² = 9.985; p= 0.019	Giảm đáng kể, cần kiểm định bổ sung
ROE ^(*)	24.30	29.94	31.52	29.59	R ² = 10.619; p= 0.014	Tăng đáng kể, cần kiểm định bổ sung

Ghi chú: (*) Có ý nghĩa thống kê ở mức 95%; (**) Có ý nghĩa thống kê ở mức 90%

vào hai năm đầu sau cổ phần hóa bằng cách tăng vốn chủ sở hữu hơn là tăng nợ. Tuy nhiên kết quả phân tích cũng cho thấy hiện tượng các doanh nghiệp cổ phần hóa đã sử dụng vốn vay ngắn hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn. Điều này nhất quán với phân tích ở trên, và chúng phản ánh rủi ro thanh toán ngắn hạn tiềm tàng.

Phân tích hiệu quả sử dụng tài sản

Để đánh giá hiệu quả sử dụng tài sản, tác giả sử dụng 4 chỉ tiêu tài chính quan trọng, bao gồm ROA, tỷ suất doanh thu trên tổng tài sản, tỷ suất doanh thu trên tài sản cố định, tỷ suất doanh thu trên tài sản ngắn hạn. Kết quả phân tích được tóm tắt ở bảng 7.

Kết quả phân tích phản ánh sự thay đổi tích cực về tỷ suất ROA sau khi chuyển đổi sở hữu, với mức ý nghĩa thống kê 90%. Nghĩa là, sau khi cổ phần hóa, các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu sử dụng tài sản hiệu quả hơn.

Kết quả cũng phản ánh sự giảm dần hiệu suất sử dụng tài sản, giá trị doanh thu do một đồng tài sản tạo ra. Bằng việc phân tích chi tiết tác giả phát hiện ra rằng sự giảm sút này xuất phát từ việc sử dụng tài sản ngắn hạn kém hiệu quả. Kết quả nghiên cứu này cũng nhất quán với kết quả phân tích hiệu quả sử dụng vốn lưu động nêu trên.

Tiếp tục xem xét chỉ tiêu ROE tác giả nhận thấy rằng tỷ suất này tăng đáng kể sau khi cổ phần hóa. Cụ thể, ROE đã tăng từ 24,3% năm trước cổ phần hóa lên gần 30% trong năm sau cổ phần hóa. Kiểm định thống kê cũng phản ánh sự thay đổi này có ý nghĩa thống kê ở mức 95%. Áp dụng mô hình Dupont tác giả thấy rằng việc tăng ấn tượng của ROE xuất phát từ việc tăng ROA. Kết hợp các nhân tố vào nhau, do đòn bẩy tài chính không tăng, sự

giảm sút của hiệu suất sử dụng tài sản, tác giả có thể kết luận rằng ROA và ROE tăng đáng kể xuất phát từ việc cải thiện đáng kể ở chi tiêu ROS.

5. Thảo luận kết quả nghiên cứu và kết luận

Nghiên cứu về sự thay đổi kết quả tài chính của doanh nghiệp nhà nước sau khi hoàn thành cổ phần hóa là nghiên cứu đầu tiên về lĩnh vực này trong điều kiện Việt Nam khi dựa vào báo cáo tài chính đã được kiểm toán với khoảng thời gian nghiên cứu dài.

Nghiên cứu của tác giả cho thấy các doanh nghiệp cổ phần hóa có sự cải thiện về khả năng sinh lợi và chủ yếu từ việc tăng doanh thu bán sản phẩm và dịch vụ, và có sự tiết kiệm nhưng không nhiều chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp. Tuy nhiên, khả năng sinh lợi cải thiện này không thể nói chắc chắn là kết quả của việc cổ phần hóa. Nó có thể là kết quả của môi trường kinh doanh mới, và sự cạnh tranh gay gắt hơn,... Dữ liệu cũng cho thấy các doanh nghiệp cổ phần hóa đang đối mặt với những thử thách liên quan đến tiết kiệm chi phí. Khả năng sinh lợi trên doanh thu chính là nhân tố cải thiện khả năng sinh lợi trên tài sản (ROA) và khả năng sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE). Kết quả nghiên cứu này nhất quán với nghiên cứu do Pham & Carlin (2009) thực hiện.

Chúng tôi phát hiện ra rằng, trái ngược với các nghiên cứu các đã được công bố trước kia, rằng các doanh nghiệp cổ phần hóa mất nhiều thời gian hơn để thu hồi nợ bán chịu, không có phương pháp hữu hiệu để trì hoãn trả nợ người bán, đồng thời các doanh nghiệp cũng chưa có biện pháp hữu hiệu để bán hàng nhanh hơn. Kết quả này giúp tác giả kết luận rằng doanh nghiệp cổ phần hóa có cải thiện từ khả năng sinh lợi, như đã nêu trên, là kết quả từ việc

chấp thuận tín dụng mềm mỏng hơn cho khách hàng sau khi chuyển đổi sở hữu.

Các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu cũng thể hiện tăng tài sản sau khi cổ phần hóa, đặc biệt là tài sản dài hạn. Những tài sản này được đầu tư nhiều bằng vốn chủ sở hữu và phần còn lại là công nợ, tuy nhiên điểm không tốt chính là khoản nợ ngắn hạn được dùng để đầu tư tài sản dài hạn. Chúng chứa đựng nhiều rủi ro thanh toán.

Như vậy, có thể thấy rằng việc đổi mới doanh nghiệp nhà nước bằng phương thức cổ phần hóa đã mang lại những thay đổi về mặt kết quả hoạt động dưới góc độ tài chính, như khả năng sinh lợi cải thiện, hiệu quả sử dụng tài sản và vốn cũng có sự thay đổi theo chiều hướng tích cực hơn, cấu trúc tài chính dịch chuyển theo hướng hợp lý hơn mặc dầu chưa thực sự an toàn. Dựa trên những kết quả phân tích này, tác giả đề xuất một số kiến nghị cho chính phủ Việt Nam như sau:

Thứ nhất, tác giả rất ủng hộ việc đổi mới doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam bằng chương trình cổ phần hóa. Chính phủ không chỉ nên cổ phần hóa những doanh nghiệp nhỏ mà cần cổ phần hóa những công ty lớn, thậm chí cả công ty chiến lược. Bởi sở hữu tư nhân có một số ưu việt như về quản lý, về công nghệ,... nên phương pháp đổi mới doanh nghiệp nhà nước phù hợp chính là cổ phần hóa, thay vì các phương thức khác như nhượng quyền, thương mại hóa (commercialization),...(Carmen & Stittle, 2014).

Thứ hai, chính phủ nên tập trung vào hoàn thiện cơ chế nhằm thay đổi bộ máy quản lý và phương thức quản lý trong doanh nghiệp cổ phần hóa. Kết quả phân tích về doanh thu, khả năng kiểm soát chi phí, khả năng thu hồi nợ, tốc độ bán hàng,... Và như kết quả phân tích đã cho thấy, các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu dường như chưa có sự thay đổi về bộ máy quản lý, khả năng quản lý sau khi thực hiện chuyển đổi sở hữu. Chính phủ cần thiết phải thay đổi hệ thống luật hoặc quy chế để tránh tình trạng một bộ máy quản lý của công ty kém hiệu quả trước kia lại tiếp tục lãnh đạo công ty mới cổ phần hóa. Một đội ngũ quản lý không giỏi sẽ không thể lãnh đạo doanh nghiệp thay đổi hiệu quả hoạt động. Kiến nghị này của tác giả cũng nhất quán với kết quả nghiên cứu và kiến nghị của các nghiên cứu trước (Cook, 2002; Pham & Tyrone, 2009; Nguyễn Thị Nguyệt, 2015).

Thứ ba, Chính phủ nên giảm bớt phần vốn sở hữu

trong các công ty đã cổ phần hóa. Việc nắm giữ phần vốn kiểm soát công ty cổ phần hóa sẽ ngăn cản các công ty này thuê tuyển được đội ngũ quản lý tốt, ngăn cản các kiến thức về công nghệ mới,... Và hậu quả là các doanh nghiệp cổ phần hóa không thể thay đổi được hiệu quả hoạt động của mình. Chính phủ nên tập trung vào tính thực thi của luật thay vì nắm giữ phần vốn sở hữu lớn trong doanh nghiệp cổ phần hóa.

Thứ tư, Chính phủ nên bỏ sự phân biệt giữa các loại hình doanh nghiệp dựa trên cơ sở sở hữu của chúng. Ở Việt Nam, doanh nghiệp nhà nước vẫn là đối tượng nhận được ưu đãi về thuế, về các khoản vay với lãi suất thấp, với các khoản bù trừ lỗ. Bằng việc loại bỏ những phân biệt này, sự khác biệt về chi phí kinh tế và xã hội của việc kinh doanh trong các doanh nghiệp trong nền kinh tế sẽ giảm đi rất nhiều. Đây là cơ sở cho cạnh tranh lành mạnh và là cơ sở cho sự phát triển và hoàn thiện của doanh nghiệp ở Việt Nam (Vu Anh, 2006). Nhiều học giả nghiên cứu về cổ phần hóa ở Việt Nam đã tin tưởng rằng cạnh tranh có thể thay thế cho những điểm chưa hoàn thiện về thể chế thị trường vốn; khích lệ sự sáng tạo trong các doanh nghiệp cổ phần hóa; tăng sự giám sát của chủ sở hữu và chủ nợ; và tăng cường tính thực thi của luật và chế độ (Megginson and Netter, 2001).

Thứ năm, để đổi mới doanh nghiệp nhà nước được thực hiện, cần thiết phải có thị trường tài chính phát triển. Hiện tại, thị trường tài chính của Việt Nam chưa thực sự là một kênh huy động vốn hiệu quả cho các doanh nghiệp cổ phần hóa. Hơn nữa, chính phủ cũng cần phải tạo điều kiện để những nhà đầu tư chiến lược, trong và ngoài nước, được phép sở hữu nhiều phần vốn hơn trong doanh nghiệp cổ phần hóa. Có như vậy, các doanh nghiệp cổ phần hóa mới huy động được nhiều vốn hơn, đội ngũ quản lý với trình độ cao và cập nhật, công nghệ hiện đại,... Và kết quả là hiệu quả của doanh nghiệp cổ phần hóa nói riêng và nền kinh tế nói chung sẽ có sự cải thiện đáng kể.

Và cuối cùng nhưng không phải là tất cả, tác giả cũng đồng ý với nhiều bài viết của các học giả hiện nay rằng chúng ta cần sự phối hợp đồng bộ giữa các cơ quan liên quan. Có thể thấy, để đẩy nhanh tiến độ cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, từ nay đến cuối năm, cần tiếp tục đẩy mạnh các mặt công tác, từ hoàn thiện cơ chế, chính sách đến tổ chức thực hiện. Về hoàn thiện cơ chế, chính sách, các bộ,

ngành theo chức năng, nhiệm vụ được giao tiếp tục hoàn thiện cơ chế, chính sách về sắp xếp, đổi mới doanh nghiệp, rà soát bổ sung, sửa đổi các văn bản quy phạm pháp luật hiện hành cho phù hợp với Luật Quản lý, sử dụng vốn nhà nước đầu tư vào sản xuất, kinh doanh tại doanh nghiệp, Luật Doanh nghiệp (sửa đổi) và Luật Đầu tư (sửa đổi). Không những thế, cần kịp thời ban hành các văn bản hướng dẫn theo thẩm quyền để tạo điều kiện cho các doanh nghiệp sớm triển khai thực hiện. Về tổ chức thực hiện, rõ ràng không chỉ riêng ngành tài chính và các tổ chức, định chế tài chính trung gian (như DATC, SCIC, Sở Giao dịch chứng khoán HNX, HOSE,...) mà chính bản thân các cơ quan chủ quản là các bộ, ngành, địa phương, các Tập đoàn kinh tế, Tổng công

ty cần phải tiếp tục tích cực chỉ đạo, khẩn trương thực hiện lộ trình CPH, thoái vốn theo kế hoạch.

Mặc dầu nghiên cứu này đã nghiên cứu sâu đổi mới doanh nghiệp nhà nước bằng phương thức cổ phần hóa ở Việt Nam một cách chi tiết, tuy nhiên do mẫu dữ liệu chưa thực sự lớn, và liên quan đến nhiều mốc thời gian thực tế, nên có thể ảnh hưởng ít nhiều tới kết quả nghiên cứu và khả năng khái quát của các kiến nghị tới chương trình cổ phần hóa các nước khác. Hơn nữa, do chưa có sự phân tách riêng cho từng ngành nên có thể kết quả nghiên cứu sẽ chưa thực sự khái quát hóa được cho các ngành kinh tế khác nhau. Tuy nhiên, những điểm yếu này có thể coi như là những cơ hội, hoặc những gợi mở cho những nghiên cứu sau này. □

PHỤ LỤC

Danh mục công ty trong mẫu nghiên cứu

STT	Chứng khoán	Năm cổ phần hóa	Năm niêm yết	STT	Chứng khoán	Năm cổ phần hóa	Năm niêm yết
1	AGF	2001	2002	23	TNC	2005	2007
2	BCC	2006	2006	24	TRC	2006	2007
3	BT6	2000	2002	25	TS4	2001	2002
4	CJC	2005	2006	26	VIP	2005	2006
5	CLC	2004	2006	27	VTA	2004	2006
6	DIC	2005	2006	28	VTO	2005	2007
7	DHG	2004	2006	29	SDT	2005	2006
8	DNP	2004	2009	30	SPM	2007	2010
9	DPC	2000	2009	31	SD3	2005	2006
10	DRC	2005	2006	32	SD6	2006	2006
11	GIL	2000	2001	33	SD7	2006	2006
12	HAP	1999	2000	34	SD9	2006	2006
13	HMC	2005	2006	35	VNA	2006	2008
14	KHA	2001	2002	36	TDN	2007	2008
15	KHP	2005	2006	37	TV4	2007	2008
16	PAC	2004	2006	38	HT1	2007	2007
17	PET	2006	2007	39	HLC	2008	2009
18	PVD	2006	2006	40	MDC	2007	2009
19	SAF	2005	2009	41	PHR	2008	2009
20	SAV	2001	2002	42	VST	2007	2009
21	TCM	2006	2007	43	AGM	2008	2012
22	TMS	1999	2000				

Nguồn: Dữ liệu được lấy từ trang web của hai sàn chứng khoán Việt Nam (www.hsx.vn) và (www.hnx.vn). Ngày cập nhật 31/12/2014

Ghi chú:

1. Giá trị trung bình có điều chỉnh theo tổng tài sản của doanh nghiệp hoặc tổng doanh thu thuần

Tài liệu tham khảo

Alipour.M (2012), 'Has privatization of state-owned enterprises in Iran led to improved performance?', *International Journal of Commerce and Management*, 23(4), 281-305.

Aussenegg.W & Jelic. R (2002), 'Operating Performance of Privatized Companies in Transition Economies - The Case of Poland, Hungary and the Czech Republic', *EFMA 2003 Helsinki Meetings*.

Boardman, E. A. & Vining, R. A., (1992), 'Ownership and performance in competitive environment: A comparison

- of the performance of private, mixed, and SOEs', *Journal of Law and Economics*, 32(1), 1-33.
- Boubakri, N. & Cosset, J.-C., (1998), 'The financial and operating performance of newly privatized firms: Evidence from developing countries', *The Journal of Finance*, 53(3), pp 1081-1110.
- Carlin T. (2003), 'Unravelling the Capital Charging Riddle – Some Empirical Evidence from Victoria', *Financial Accountability & Management*, 19(1), 73 – 92.
- Carmen A. L., & Stittle J. (2014), 'Privatization and Franchising of British Train Operations', *Australian Accounting Review*, 24(68), 53-65.
- CIEM (2002), *Vietnam's equitized enterprises: An ex-post study of performance, problems and implication for policy*" Report, CIEM.
- Cook, P. & Minogue, M. (2002), 'Introduction: Privatization, regulation and competition in developing countries', *Annals of Public and Cooperative Economics*, 73(4), 485-492.
- D'souza, J. & Megginson, W. L. (1999), 'The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s', *The Journal of Finance*, 54(4), 1397-1438.
- Dewenter, K. L. & Malatesta, P. H. (2001), 'State Owned and Privately-Owned Firms: An empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity', *The American Economics Review*, 91(1), 320-334.
- Field, A. (2005), *Discovering statistics using SPSS*, London, SAGE publication.
- Harper, J. T. (2000), 'The performance of privatized firms in in the Czech Republic', *Journal of Banking and Finance*, 26(4), 621-649.
- IMF (1999), *Vietnam: Selected issues*, Staff country report No 95/55.
- Jones, L. R. & Kettl, D. F. (2003), 'Assessing Public Management Reform in an international context', *International Public Management Review*, 4(1), 1-19.
- Laporta, R. & Lopez, F. (1997), 'The Benefits of Privatization: Evidence from Mexico', *Working paper 6215*, October 1997.
- Mathur, I. & Banchuenvijit, W. (2007), 'The effects of privatization on the performance of newly privatized firms in emerged markets', *Emerging Markets Review*, 8, 134-146.
- Megginson, W. & Netter, M. J. (2001), 'From state to market: A survey of empirical studies on privatization', *Journal of Eco. Literature*, 39(2), 321-389.
- 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*, 49(2), 403-452.
- Macqueira, C. & Zurita, S. (1996), 'Privatizaciones en Chile; eficiencia y políticas financieras', *Estudios de Administracion*, 3(2), 1-36.
- Nguyễn Thị Nguyệt (2015), '*Firm survival: the case of new state-owned manufacturing enterprises in Vietnam*', Hội thảo Pan-Pacific 32, Hà Nội, 2015.
- Osborne, D. & Gaebler, T. (1992), *Reinventing government: How the entrepreneurial spirit is transforming the public sector*, New York, NY: Plume.
- Pallant, J. (2007), *SPSS survival manual*, Sydney, Allen & Unwin.
- Pham C. & Carlin T. (2009), 'From Public to Private: Evidence from a Transitional Economy Setting', *Australian Accounting Review*, 19(50), Issue 3, 207-216.
- Pilcher R., Gilchrist D., Singh H., and Singh I., (2013), 'The Interface between Internal and External Audit in the Australian Public Sector', *Australian Accounting Review*, 23(67), Issue 4, pp. 330-340.
- Pollitt, C. & Bouckaert, G. (2004), *Public Management Reform: A comparative analysis*, Oxford University press.
- Quang Thắng (2015), *Phải cổ phần hóa gần 300 doanh nghiệp trong năm 2015*, <http://cafef.vn/doanh-nghiep/phai-co-phan-hoa-gan-300-doanh-nghiep-trong-nam-2015-2015010212575708310.chn>, ngày 3/10/2015.
- Sông Trà (2015), *Tăng tốc cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước*, <http://www.nhandan.com.vn/kinhte/tin-tuc/item/26126602-tang-toc-co-phan-hoa-doanh-nghiep-nha-nuoc.html>, ngày 3/10/2015.

- Thanh Thanh Lan, (2012), *Doanh nghiệp nhà nước lỗ hàng chục ngàn tỷ đồng*, <http://kinhdoanh.vnexpress.net/tin-tuc/vi-mo/doanh-nghiep-nha-nuoc-lo-hang-chuc-nghin-ty-dong-2724141.html>, ngày 3/10/2015.
- Truong, L. D., Lanjouw, G. & Lensink, R. (2006), 'The impact of privatization on firm performance in a transition economy', *Economics of Transition*, 14(2), 349-389.
- Vu Anh, T. T. (2005), *Vietnam- The Long March to Equitization*, The William Davison Institute at the University of Michigan.
- Vu Anh, T. T. (2006), *Competition and privatization in Vietnam: Substitutes or complements?*. <http://www.grips.ac.jp/vietnam/VDFTokyo/Doc/2ndConf15Jul06/2EcoSession2VTTAnh.pdf>, truy cập ngày 31/10/2015.
- Webster, L. & Amin, R. M. (1998), *Equitization of state enterprises in Vietnam: Experience to date*, Report, MPDF.
- Wei, Z., D'Souza, J., Varela, O. & Hassan, K. M. (2003), 'The financial and operating performance of China's newly privatized firms', *Financial Management*, 32(2), 107-126.
- Wu, H.-l. & Parker, D. (2007), 'The determinants of post-privatization efficiency gains: The Taiwanese experience', *Economic and Industrial Democracy*, 28(3), 465-493.

Thông tin tác giả:

***Phạm Đức Cường, Tiến sỹ**

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Kế toán – Kiểm toán, Đại học Kinh tế quốc dân

- Lĩnh vực nghiên cứu của tác giả: Kế toán và tài chính

- Một số tạp chí tiêu biểu mà tác giả từng đăng tải công trình nghiên cứu: *Tạp chí Kinh tế và phát triển*, *Tạp chí Nghiên cứu khoa học kiểm toán*, *Tạp chí Kế toán - Kiểm toán*, *Tạp chí Nghiên cứu đào tạo ngân hàng*, *Australian Accounting Review (Úc)*

- Địa chỉ Email: phamduccuong2003@yahoo.com