

# Phân tích cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp nhà nước thời kỳ hậu cổ phần hóa: Thực trạng và kiến nghị

TS. PHAM ĐỨC CƯỜNG

Đại học Kinh tế Quốc dân

*Bài viết này nhằm đánh giá cơ cấu tài chính các doanh nghiệp Nhà nước (DNNN) sau khi được cổ phần hóa và niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) 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 trong mẫu nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu của chúng tôi chỉ ra rằng, sau khi cổ phần hóa và niêm yết, các DN đều có tốc độ tăng tài sản lớn 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 DN nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy rằng, các DN trong mẫu nghiên cứu 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 vào giải quyết những rào cản liên quan đến việc huy động vốn chủ sở hữu hoặc vốn vay dài hạn cho các DN 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.*



## 1. Giới thiệu chung và tổng quan các công trình nghiên cứu

Chương trình cổ phần hóa DNNN không chỉ được áp dụng ở các nước phát triển mà được 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 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 TTCK (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 DNNN 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. 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, bên cạnh các kết quả khác, các DN mới cổ phần hóa có chỉ tiêu về vốn nhiều hơn, tăng hiệu quả hoạt động, 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

cứ có nhiều tương đồng với những học giả nêu trên.

Vận dụng phương pháp nghiên cứu của Megginson *et al.* (1994), nhiều học giả thực hiện việc đánh giá sự thay đổi hiệu quả hoạt động kinh doanh của DN đã cổ phần hóa sau khi niêm yết. Các nghiên cứu của Jain và Kini (1994) hay của Mikkelsen, Partch *et al.* (1997), hoặc Goergen and Renneboog (2007), mặc dầu có thời gian nghiên cứu khác nhau, sử dụng nguồn dữ liệu khác nhau,... nhưng nhìn chung số liệu có sự tương đồng với kết quả của Megginson và cộng sự. Bên cạnh đó, các tác giả cũng đã kết luận rằng, không thể kết luận được sự thay đổi của hiệu quả kinh doanh là do sự thay đổi về cấu trúc sở hữu trong DN niêm yết.

Vận dụng phương pháp nghiên cứu của các học giả đi trước, gần đây đã có nhiều nghiên cứu liên quan đến hiệu quả tài chính 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 DNNN và hiện đang niêm yết trên Sở 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 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.

Với trường hợp Việt Nam, tính đến ngày 31/12/2011, cả nước đã thực hiện cổ phần hóa được gần 4.000 DN, chiếm 67% tổng số DN sắp xếp lại, trong đó 1.655 DN thuộc Trung ương và số còn lại là DN thuộc địa phương<sup>1</sup>. Quá trình cổ phần hóa được đẩy nhanh hơn sau khi có sự ra đời của TTCK Việt Nam vào năm 2000. Tuy nhiên, sau gần 20 năm theo đuổi chương trình cổ phần hóa, phần sở hữu Nhà nước được chuyển giao thực sự chưa nhiều, mới chỉ khoảng 15%<sup>2</sup>.

Tuy nhiên, cho đến nay chưa có một nghiên cứu cụ thể nào liên quan đến cấu trúc tài chính trong quan hệ với hiệu quả hoạt động tài chính của các DN sau khi thực hiện chương trình cổ phần hóa. Có chăng, các nghiên cứu mới chỉ là những báo cáo gián đơn về sự tăng lên của tài sản, của vốn chủ sở hữu, của công nợ,... Những nghiên cứu này về cơ bản cung cấp nhưng thông tin sơ bộ về kết quả hoạt động, nhưng các

<sup>1</sup> <http://vneconomy.vn/20110922124-551407p0c7/ngghi-dinh-moi-giup-giai-thoat-co-phan-hoa.htm>

<sup>2</sup> <http://vnexpress.net/gl/kinh-doanh/2012/11/doanh-nghiep-nha-nuoc-lo-hang-chuc-nghin-ty-dong/>

nghiên cứu mới chỉ đi vào xem xét một vài DN, phương pháp phân tích, phương pháp nghiên cứu chưa thực sự khoa học nên dẫn đến tính khái quát của các kết luận là không cao.

Tóm lại, có thể thấy rằng các học giả nghiên cứu về tác động của cổ phần hóa và niêm yết lên hiệu quả kinh doanh của DN 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 hiệu quả kinh doanh do sự thay đổi của vốn chủ sở hữu trong DN thời kỳ hậu cổ phần hóa tại Việt Nam. Và đây chính là lý do chúng tôi chọn đề tài này cho bài viết của mình.

## 2. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Nhằm cung cấp thông tin về cấu trúc tài chính và nguồn vốn của các DN Việt Nam trong thời gian hậu cổ phần hóa và niêm yết, tác giả thu thập số liệu từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các DN đang niêm yết trên TTCK 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 DN niêm yết trên

Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh là 279 và Hà Nội là 366 DN. 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 DN 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)<sup>3</sup> 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 Wilcoxon Signed Rank test<sup>4</sup>.

## 3. Kết quả nghiên cứu

Kết quả đánh giá về tốc độ tăng một số chỉ tiêu tài chính (được tóm tắt ở Bảng 1) cho thấy rằng, các DN trong mẫu nghiên cứu có tỷ lệ tăng rất cao về tổng tài sản, công nợ

<sup>3</sup> Chỉ tiêu này được tính toán từ giá trị trung bình (mean) điều chỉnh theo quy mô của tổng doanh thu thuần.

<sup>4</sup> Là phương pháp được áp dụng phi biến trong thống kê, dùng trong việc so sánh một hoặc một số biến tại các năm khác nhau. Kết quả của 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 hướng (ví dụ tăng, giảm).



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 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 DN sản xuất mà còn ở các DN 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 DN trong giai đoạn

**Bảng 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)
<b>Toàn bộ mẫu</b>					
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
<b>DN sản xuất</b>					
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
<b>DN thương mại và dịch vụ</b>					
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

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

	N	Hai năm sau khi niêm yết				
		Mean (w.mean) at t-1	Mean (w.mean) at t+2	Difference of mean (w.mean)	Wilcoxon test Z (sig. level)	Proportion of firm has decrease (increase)
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)

sau khi niêm yết trên TTCK. Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, việc tăng tổng tài sản của các DN nghiên cứu được tài trợ chủ yếu bởi tổng nợ phải trả. Kết quả phân tích cho thấy rằng các DN 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 DN 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 phù hợp với kết quả nghiên cứu khác của chúng tôi liên quan đến hiệu quả tài chính<sup>5</sup> (Phạm, C., 2009)

Kết quả tóm tắt theo Bảng 2 phản ánh rằng, hai năm sau khi niêm yết, các DNNN 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 DNNN đã cổ phần hóa trong giai đoạn sau khi niêm yết. Cụ thể, tại thời điểm niêm yết, các DN 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 yết<sup>6</sup>, phản

<sup>5</sup> Đo lường bởi các chỉ tiêu liên quan đến khả năng sinh lời, ROA, ROE.

<sup>6</sup> 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

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

	Hai năm sau khi niêm yết					Proportion of has decrease (increase)
	N	Mean (w.mean) at t-1	Mean (w.mean) at t+2	Difference of mean (w.mean)	Wilcoxon test Z (sig. level)	
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)

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

	Hai năm sau khi niêm yết					Proportion of has decrease (increase)
	N	Mean (w.mean) at t-1	Mean (w.mean) at t+2	Difference of mean (w.mean)	Wilcoxon test Z (sig. level)	
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)

ánh thực tế rằng các DN 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 DN trong mẫu nghiên cứu, phần công nợ ngắn hạn được sử dụng chính là khoản công nợ phải trả người bán<sup>7</sup>. Kết quả phân tích cũng chính là kết quả nghiên cứu của chúng tôi

càng tăng sau thời điểm niêm yết.

<sup>7</sup> Như số liệu Bảng 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%.

về việc sử dụng vốn lưu động ít hiệu quả trong DN cổ phần hóa trong giai đoạn sau niêm yết (Phạm, C., 2009)<sup>8</sup>.

#### 4. 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 thị trường vốn cũng

<sup>8</sup> 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%.

như hệ thống ngân hàng thương mại tại Việt Nam. Mặc dù DN cổ phần hóa có tốc độ đáng kể về tổng giá trị tài sản nhưng rõ ràng họ đang gặp khó khăn lớn về việc huy động từ các cổ đông. Các DN gặp nhiều khó khăn trong huy động vốn vay dài hạn các ngân hàng và các tài chính khác trong nền kinh tế. Trong điều kiện khó về huy động vốn như vậy duy trì được cơ cấu tài sản và nguồn vốn là đáng kể. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với những nhận xét của các tác giả trước đây quan đến chính sách



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).

Từ kết quả nghiên cứu tại bài viết này, chúng tôi mong muốn rằng, bên cạnh các chính sách khác liên quan đến chương trình cổ phần hóa DNNN, 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 DN có thể huy động vốn thông qua TTCK Việt Nam.

Bên cạnh kết quả được chỉ ra ở đây, chúng tôi cũng đặt ra một câu hỏi liên quan đến chính nội bộ DN đã cổ phần hóa và niêm yết, đó là liệu bộ máy quản lý hoặc phương thức quản lý trong các DN cổ phần hóa có sự thay đổi một cách triệt để chưa. Câu hỏi này là có cơ sở, bởi theo các bài viết gần đây của các học giả khác có đề cập đến những tồn tại của chính sách cổ phần hóa đã dẫn đến một thực tế rằng bộ máy quản lý hầu như không thay đổi sau khi cổ phần hóa<sup>9</sup>. Tuy nhiên, vấn đề này không được bàn sâu ở đây mà chúng tôi sẽ tập trung nghiên cứu ở những bài viết sau.

<sup>9</sup> Đinh Trang, Cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước chậm - vì sao?, lấy từ [www.ktdt.com.vn](http://www.ktdt.com.vn)

Mặc dầu bài viết đã tìm được bằng chứng về những tồn tại trong DN cổ phần hóa đang niêm yết 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 DN cổ phần hóa. Tuy nhiên, theo tác giả, các hạn chế này có thể coi là hướng mở cho các nghiên cứu tiếp sau. **■**

#### Tài liệu tham khảo

1. 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://sitere-sources.worldbank.org>
2. 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.
3. 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.
4. 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.
5. 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.
6. 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.
7. Nguyễn Văn Nam, (2007), "Ba nghịch lý trong cổ phần hóa" [www.tuoitre.com.vn/Tiayon/Index.aspx?ArticleID=195444&ChannelID=11](http://www.tuoitre.com.vn/Tiayon/Index.aspx?ArticleID=195444&ChannelID=11).
8. Phạm Đức Cường, (2009), "Financial performance of privatized and listed SOEs in Vietnam". Luận án Tiến sĩ, Đại học Macquarie, Australia.
9. Sjolholm, 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.
10. Vũ Anh, T. T., (2005), "Vietnam- The Long March to Equitization", The William Davison Institute at the University of Michigan.
11. Wang, X., Xu, L. C. & Zhu, T., (2004), "State-owned enterprises going public: The case of China", *Economics of Transition*, vol. 12, iss. 3.
12. Webster, L. & Amin, R. M., (1998), "Equitization of state enterprises in Vietnam: Experience to date", Report, MPDF. Retrieved from: <http://www.ifc.org/ifcext/mekongpsdf.nsf/attachmentsbytitle>
13. 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.