

ẢNH HƯỞNG CỦA CỔ PHẦN HÓA LÊN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC

TS PHẠM ĐỨC CƯỜNG

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Bài viết đánh giá ảnh hưởng của cổ phần hóa lên hiệu quả kinh doanh tại các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) sau khi cổ phần hóa. Tác giả chọn báo cáo tài chính của 43 DN là các DNNN đã thực hiện cổ phần hóa và hiện đang niêm yết trên sàn chứng khoán. So sánh các chỉ tiêu tài chính của DN tại thời điểm sau và trước khi cổ phần hóa cho thấy có một số thay đổi về khả năng sinh lời, cấu trúc tài chính, khả năng thanh toán và hiệu quả sử dụng tài sản. Kết quả phân tích cho thấy sự bất cập trong quản lý tại công ty cổ phần khi môi trường kinh doanh thay đổi. Kết quả nghiên cứu này cũng dẫn tới một số kiến nghị đối với Chính phủ là tiếp tục thực hiện chương trình cổ phần hóa và cần tập trung vào việc giải quyết các tồn tại, hạn chế về thay đổi bộ máy quản lý, tạo môi trường cạnh tranh khi theo đuổi chương trình cổ phần hóa DNNN hiện nay.

Từ khóa: cổ phần hóa, hiệu quả kinh doanh, Việt Nam.

EFFECTS OF EQUITIZATION ON FINANCIAL PERFORMANCE OF VIETNAM STATE-OWNED ENTERPRISES

Summary

This paper gives the assessment on the impact of equitization on business performance of state-owned enterprises (SOEs) in Vietnam. The author has selected 43 financial statements of SOEs which are being equitized and listed on the stock exchange. The comparison of financial indicators after and before equitization has indicated some changes in profitability, financial structure, solvency and asset efficiency. The analysis results have shown the weakness of the management team of joint-stock companies when the business environment changes. The results of this study have also led to a number of recommendations for the Government to continue implementing equitization program and concentrate on addressing the limitations of changing management apparatus, creating a competitive environment when pursuing the equitization program at the present.

Keywords: equitization, business performance.

Sự cần thiết và tổng quan nghiên cứu

Sau chiến tranh thế giới thứ 2, chính phủ các nước đã thực hiện nắm giữ hầu hết tài sản trong nền kinh tế. Nhiều DN, tổ chức thuộc sở hữu nhà nước được thành lập. Tuy nhiên, các nghiên cứu từ cuối những năm 70 của thế kỷ XX cho thấy, hiệu quả hoạt động của các đơn vị thuộc lĩnh vực công nói chung và DNNN nói riêng đã bộc lộ những điểm yếu và hậu quả là những người nộp thuế không nhận được những dịch vụ công cần thiết (hoặc có nhận được nhưng chất lượng dịch vụ công thấp) (Osborne và Gaebler, 1992). Để cải thiện sự yếu kém về hiệu quả hoạt động của lĩnh vực công, nhiều quốc gia đã thực hiện các chính sách khác nhau như thuê ngoài, thương mại hóa, cổ phần hóa... Tuy nhiên, cổ phần hóa là chương trình được áp dụng phổ biến không chỉ ở những nước phát triển, mà cả ở những nước đang phát triển và kém phát triển.

Tại Việt Nam, số DNNN được thành lập ngay sau 1975 là rất lớn. Tuy nhiên, tương tự các quốc gia khác, nhiều DNNN hoạt động không thực sự hiệu quả. Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ VI đã khởi xướng sự nghiệp Đổi mới mà một trong những nội dung là tái cấu trúc DNNN với chương trình cổ phần hóa các DNNN là chủ đạo. Từ đó đến nay, Nhà nước đã kiên trì tập trung tiến hành công tác sắp xếp, đổi mới DNNN, thực hiện cổ phần hóa các DN nhỏ và vừa, DN làm ăn kém hiệu quả, DN không thuộc những ngành nghề chiến lược. Sau 20 năm theo đuổi chương trình này, chúng ta đã đạt được những thành tựu nhất định, như: số lượng DNNN đã giảm từ 12.000 DN xuống

còn hơn 1.300 DN¹. Các số liệu thống kê hàng năm đã cho thấy nhiều DNNN thời kỳ hậu cổ phần hóa đã có doanh thu tăng, tổng tài sản, lợi nhuận tăng, số tiền nộp ngân sách nhà nước cũng đã tăng lên.

Nhận xét về chính sách cổ phần hóa của Việt Nam, nhiều nhà nghiên cứu cho rằng, chương trình cổ phần hóa mà Việt Nam áp dụng là thận trọng, dần dần và mang tính nội bộ. Giải thích cho những điểm khác biệt này, một số 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 (Vũ Anh, 2005) và còn do dự vì sợ lặp lại sai lầm như trường hợp Nga và các nước XHCN trước kia (Sjoholm, 2006; Cẩm V. Kinh, 2014...).

Quan điểm cho rằng chúng ta đang do dự trong thực hiện cổ phần hóa là có cơ sở. Bởi sau một số năm theo đuổi chương trình cổ phần hóa DNNN, chúng ta mới chuyển dịch được 15% vốn sở hữu nhà nước trong các DN sang cho khu vực tư nhân. Trong một vài năm trở lại đây, chương trình cổ phần hóa DNNN còn có xu hướng chậm lại. Giải thích về sự chậm trễ này, nhiều tác giả đã cho rằng, có những nguyên nhân chủ quan và khách quan. Theo Bộ Tài chính, có 9 nguyên nhân khách quan khiến tiến trình cổ phần hóa bị chậm, như kinh tế toàn cầu và khu vực trong thời gian vừa qua có nhiều biến động bất thường, thị trường chứng khoán giảm sút, chính sách tiền tệ thắt chặt và lãi suất vay vốn cao khiến lợi nhuận DN giảm, việc bán cổ phần gặp khó khăn, hầu hết DN cổ phần hóa trong thời gian này có quy mô vừa hoặc lớn còn nhiều tồn đọng về tài chính... Nguyên Bộ trưởng Bộ Tài chính Vương Đình Huệ cho rằng, ngoài các lý do nêu trên, còn không ít nguyên nhân chủ quan như: việc lạm dụng mệnh lệnh hành chính của công ty mẹ vào đơn vị con gây mất lòng tin từ nhà đầu tư; quyền lợi nhà đầu tư nhỏ lẻ chưa được bảo đảm... cũng góp phần làm đình đốn tiến trình cổ phần hóa².

Bên cạnh đó, một số nhận định mang tính định tính chưa được kiểm chứng thì cho rằng, có nhiều khó khăn trong việc định giá DN (Bích Diệp, 2012), xác định lĩnh vực chiến lược nhà nước cần nắm phần lớn quyền sở hữu, xây dựng lộ trình và thời gian thực hiện (Viên Nhi, 2012), khó khăn về cơ chế và chính sách (Bảo Minh, 2012)... Những nhận định này là những gợi ý tốt cho việc nghiên cứu thực nghiệm nhằm xác định liệu cổ phần hóa có thực sự khó khăn hay không, có thực sự đổi mới hiệu quả hoạt động của các DNNN hay không...

Nhằm đánh giá định lượng về ảnh hưởng của chương trình cổ phần hóa lên hiệu quả hoạt động của DNNN đã cổ phần hóa, chúng tôi thực hiện việc phân tích thực nghiệm các nhóm chỉ tiêu tài chính và thực hiện so sánh giữa hai thời điểm: sau cổ phần hóa và trước cổ phần hóa.

Dữ liệu và phương pháp phân tích dữ liệu

Để đánh giá ảnh hưởng của việc cổ phần hóa DNNN đến hiệu quả kinh doanh của DN, chúng tôi thực hiện thu thập dữ liệu tài chính của 43 DNNN đã cổ phần hóa trong 20 năm qua. Báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các DN đã cổ phần hóa và đang niêm yết được tải về từ 2 sàn giao dịch chứng khoán của Việt Nam. Chúng tôi thực hiện việc phân tích báo cáo tài chính của các DN nghiên cứu theo các nhóm chỉ tiêu cơ bản, gồm: 1- Khả năng sinh lợi; 2- Cấu trúc tài chính; 3- Hiệu quả sử dụng tài sản lưu động; 4- Khả năng thanh toán; 5- Hiệu quả sử dụng vốn. Kết quả tính toán từng chỉ tiêu theo từng nhóm chỉ tiêu nêu trên được tính giá trị trung bình cộng theo 3 mốc thời gian: năm trước khi cổ phần hóa (t-1); năm cổ phần hóa (t=0); và năm sau cổ phần hóa (t+1). Kết quả tài chính tại năm sau khi cổ phần hóa được so sánh với chính những chỉ tiêu tài chính đó nhưng vào năm trước khi cổ phần hóa. Kết quả tính toán được kiểm định bằng phần mềm thống kê (gồm: kiểm định Shapiro-Wilk để kiểm tra phân phối chuẩn, kiểm định Friedman để đánh giá sự thay đổi qua các năm và kiểm định Wilcoxon Signed Rank để đánh giá thay đổi theo cặp) nhằm tăng tính khái quát hóa của dữ liệu nghiên cứu³.

Kết quả phân tích

Bảng 1: Tóm tắt sự thay đổi của một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

	(t=0) vs (t-1) (%)	(t+1) vs (t=0) (%)	(t+2) vs (t+1) (%)	(t+2) vs (t-1) (%)
Tổng tài sản	44,87	40,78	32,51	159,38
Tổng doanh thu thuần	67,51	35,74	22,95	222,71
Tổng doanh thu và thu nhập thuần	54,63	36,56	25,76	199,89
Tổng chi phí	66,42	46,35	23,86	231,50
Lợi nhuận trước thuế	123,63	197,81	28,26	478,61
Tổng nợ phải trả	85,05	41,10	45,03	257,34
Tổng vốn chủ sở hữu	43,70	84,44	33,08	228,24
Tài sản cố định	31,83	42,25	21,74	169,26

(Nguồn: tác giả tự phân tích và tổng hợp từ 43 DN)

Dựa trên các phân tích, chúng tôi rút ra một số nhận xét sau:

Thứ nhất, sau khi DN thực hiện việc cổ phần hóa, các chỉ tiêu tài chính cho thấy có sự tăng lên về tổng tài sản, doanh thu thuần, lợi nhuận trước thuế, tổng tài sản cố định, tăng số nộp ngân sách, tăng vốn chủ sở hữu... Cấu trúc nợ và vốn chủ sở hữu sau cổ phần hóa đã hợp lý hơn theo hướng tăng vốn chủ sở hữu và giảm vốn vay.

Thứ hai, khả năng sinh lời trên doanh thu và thu nhập thuần có sự tăng lên sau khi DN thực hiện cổ phần hóa. Kết quả tính toán cho thấy, sau khi cổ phần hóa, các DNNN có cải thiện đáng kể doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ, từ đó làm cho lợi nhuận hoạt động bán sản phẩm, hàng hóa và dịch vụ thay đổi theo chiều hướng tích cực. Các DN cổ phần hóa có doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ tăng, giá vốn hàng bán không giảm, doanh thu tài chính và chi phí tài chính tăng nhưng chi phí tài chính tăng nhanh hơn doanh thu tài chính. Kết quả phân tích cũng cho thấy, các DN sau cổ phần hóa đã kiểm soát tốt hơn chi phí bán hàng và chi phí quản lý DN.

Thứ ba, về quản lý vốn lưu động tại các DNNN thời kỳ hậu cổ phần hóa, các DN nghiên cứu đã có số lần thu nợ phải thu ít hơn trước khi cổ phần hóa. Nói cách khác, các DN đã phải gia hạn thời gian bán chịu cho khách hàng. Sau khi cổ phần hóa, các DN cổ phần đã cố gắng trì hoãn trả nợ người bán nhưng biện pháp áp dụng chưa thực sự hiệu quả với toàn bộ DN nghiên cứu. Qua kết quả phân tích cũng cho thấy, sau khi cổ phần hóa, các DN nghiên cứu có số lần luân chuyển hàng tồn kho bình quân nhanh hơn. Tuy nhiên, xu hướng này không thực sự rõ ràng trong suốt khoảng thời gian nghiên cứu.

Thứ tư, kết quả phân tích tình hình và khả năng thanh toán nợ ngắn hạn tại các DN nghiên cứu cho thấy, các DN có khả năng thanh toán hiện hành thấp và chỉ tiêu này không thay đổi theo chiều hướng tích cực. Điều này có nghĩa rằng, các DN cổ phần hóa có thể gặp khó khăn trong việc thanh toán các nợ ngắn hạn bằng tiền và các khoản tương đương tiền.

Thứ năm, phân tích về cấu trúc tài chính của các DN thời kỳ hậu cổ phần hóa cho thấy, các DN có tỷ suất này tương đối cao ở giai đoạn trước cổ phần hóa. Việc cổ phần hóa làm cho tỷ suất nợ trên vốn chủ sở hữu giảm đi trong giai đoạn hậu cổ phần hóa. Sự thay đổi cấu trúc nợ và vốn chủ sở hữu dẫn đến đòn bẩy tài chính thay đổi theo xu hướng giảm. Tuy nhiên, các DN có tỷ suất nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu tương đối cao; các DN có nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao trong tổng số nợ của DN và cơ cấu này không có sự thay đổi rõ rệt sau khi các DN chuyển đổi sở hữu.

Thứ sáu, phân tích về hiệu quả sử dụng tài sản tại các DN sau khi cổ phần hóa cho thấy, các DN cổ phần hóa có hiệu quả sử dụng tài sản nói chung tăng. Kết quả phân tích cũng cho thấy, các DN cổ phần hóa có hiệu suất sử dụng tài sản cố định tăng nhưng mức tăng không rõ ràng sau khi thực hiện cổ phần hóa. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy, hiệu suất

sử dụng tài sản ngắn hạn không cao và chỉ tiêu này không có sự cải thiện sau khi thực hiện cổ phần hóa. Việc sử dụng tài sản ngắn hạn kém hiệu quả xuất phát phần lớn từ số lần thu nợ phải thu kém đi, việc bán hàng không nhanh hơn và DN phải dùng tài sản ngắn hạn để trả nợ người bán sớm hơn.

Thứ bảy, các nhận định và thực tế phân tích về hiệu quả kinh doanh tại các DN sau khi cổ phần hóa cho thấy, các DN đã có tỷ số lợi nhuận ròng trên tài sản (ROA) và tỷ số lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE) tăng lên một cách đáng kể. ROE tăng là do ROA tăng trong khi đòn bẩy tài chính gần như không đổi. ROA tăng là do khả năng sinh lời trên doanh thu (ROS) tăng, khi hiệu suất sử dụng tài sản không đổi. Khi phân tích về khả năng sinh lời của doanh thu, kết quả cho thấy sự kiểm soát tốt hơn về chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp. Do vậy, sự cải thiện của ROA và ROE xuất phát chủ yếu từ việc kiểm soát tốt hơn chi phí bán hàng và chi phí quản lý DN.

Một số kiến nghị

Dựa trên kết quả phân tích, chúng tôi xin đưa ra một số kiến nghị, giải pháp cho công tác hoạch định chính sách vĩ mô liên quan tới chương trình cổ phần hóa DNNN như sau:

Thứ nhất, cổ phần hóa không phải là “liều thuốc” chữa bách bệnh kém hiệu quả của các DNNN. Tuy nhiên, kết quả phân tích đưa ra bằng chứng về sự hiệu quả hơn của các đơn vị sau khi cổ phần hóa. Với kết quả phân tích này, chúng tôi xin kiến nghị, Nhà nước nên mở rộng đối tượng được cổ phần hóa, không nên giới hạn ở đơn vị nhỏ và kém hiệu quả như đã từng thực hiện trong quá khứ. Việc mở rộng đối tượng cổ phần hóa ra những DN lớn và hoạt động hiệu quả hơn sẽ làm tăng hiệu quả của nền kinh tế nói chung.

Thứ hai, Chính phủ nên trao quyền lớn hơn cho các DN cổ phần hóa, để đội ngũ quản lý trong DN có quyền tự chủ hơn trong việc kiểm soát, điều hành DN có hiệu quả. Mặc dù số lượng DN thực hiện cổ phần hóa đã nhiều nhưng thực tế số vốn nhà nước chuyển đổi sang khu vực tư nhân mới đạt 15%. Do vậy, khi được trao quyền nhiều hơn, các DN trước hết sẽ thay đổi được bộ máy và từ đó là phương thức quản lý. Bên cạnh đó, nhiều tác giả cho rằng, việc giảm tỷ lệ sở hữu của Nhà nước trong các DN sẽ làm giảm chi phí giao dịch (transaction cost) và từ đó làm tăng hiệu quả kinh doanh (Megginson và Netter, 2001). Nhiều nhà nghiên cứu trong nước kiến nghị, thay vì duy trì phần sở hữu cao trong DN, Nhà nước nên kiểm soát

các DN bằng hệ thống luật pháp và tính thực thi của hệ thống đó (NEU, 2007). Việc trao quyền gồm việc cho phép các nhà đầu tư chiến lược được phép tham gia vào việc quản lý, điều hành DN nhằm tạo điều kiện huy động vốn, sử dụng được những kỹ năng quản lý tiên tiến và các công nghệ cao, đặc biệt là từ các nhà đầu tư nước ngoài. Theo Luật sư Phạm Thanh Sơn, Trưởng Văn phòng Luật sư Nam Hà Nội, việc tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược cho các DN cổ phần hóa mà Nhà nước giữ cổ phần chi phối là đặc biệt khó khăn. Thực tế này một phần có nguyên nhân từ cơ chế và cách thức phân loại DNNN. Việc phân chia đối tượng DN cổ phần hóa thành nhiều loại (Nhà nước nắm giữ trên 75% cổ phần, 65%, 50% và dưới 50%) rất phức tạp và nhà đầu tư nước ngoài luôn có sự e ngại về quyền kiểm soát quá lớn của Nhà nước sau khi cổ phần hóa (Ngọc Phúc, 2014).

Thứ ba, Chính phủ nên tạo sân chơi bình đẳng cho các DN thuộc các hình thức sở hữu khác nhau. Kết quả này cũng nhất quán với quan điểm của nhiều tác giả trước đây nghiên cứu về vấn đề này. Nhiều học giả nghiên cứu về Việt Nam cho rằng, các DN sau khi cổ phần hóa không còn được hưởng những ưu đãi từ Nhà nước gồm: thuế, vay vốn với lãi suất ưu đãi hoặc ít bị đòi hỏi những yêu cầu hay quy định khắt khe, bù lỗ... Việc dỡ bỏ những rào cản này chính là một điều kiện tiên quyết để tạo ra môi trường cạnh tranh công bằng ở Việt Nam (Vu Anh, 2006).

Thứ tư, chúng tôi nhất trí với ý kiến cho rằng, cổ phần hóa và cạnh tranh có sự ảnh hưởng tách biệt tới hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần (ví dụ, Vinning và Board, 1992; Megginson and Netter, 2001). Tuy nhiên, tại Việt Nam, sau khi cổ phần hóa, nhiều DN không có sự thay đổi về bộ máy và phương thức quản lý, thiếu vắng những nhà đầu tư chiến lược với công nghệ tốt và trình độ cao, thị trường chứng khoán kém phát triển, sự thực thi chưa cao của hệ thống luật... thì cần thiết phải có sự cạnh tranh giữa các DN (Vũ T.T. Anh, 2006). Nhiều học giả nghiên cứu về cổ phần hóa ở Việt Nam tin rằng, sự cạnh tranh có thể thay thế cho sự thiếu vắng những quy định chặt chẽ của thể chế thị trường, tạo cơ chế khuyến khích sự sáng tạo trong các công ty cổ phần, tăng cơ chế giám sát của chủ sở hữu và các nhà cung cấp tín dụng, đảm bảo sự thực thi của hệ thống luật... (Vu Anh, 2006).

Thứ năm, chúng tôi cũng chia sẻ quan điểm với một số nghiên cứu về khó khăn trong giải quyết lao động dôi dư và chính sách phân phối cho người lao

động khi doanh nghiệp thực hiện cổ phần hóa. Đối với lao động dôi dư, dù được giải quyết đầy đủ chế độ theo quy định Nhà nước nhưng những người lao động này không dễ kiếm việc làm trong một thời gian ngắn, vì hầu hết lực lượng này tay nghề yếu, trình độ năng lực hạn chế, không đáp ứng được nhu cầu sản xuất kinh doanh hiện tại của doanh nghiệp và người lao động vẫn chịu ảnh hưởng của mô hình cũ, tư duy và tác phong cũ. Đây là lo lắng không chỉ của người lao động, doanh nghiệp cổ phần hóa mà còn của các nhà đầu tư. Ví dụ, khi điều tra về sự lo ngại của các nhà đầu tư nước ngoài, các nghiên cứu chỉ ra sự lo lắng của các nhà đầu tư ngoại là vấn đề giải quyết chế độ chính sách đối với người lao động trong các DNNN (Ngọc Phúc, 2014). Để đẩy nhanh tiến trình cổ phần hóa, Nhà nước cần thiết phải nghiên cứu hoàn thiện khung pháp lý liên quan: (1) Xây dựng chính sách gắn với quyền lợi người lao động như: được mua cổ phần ưu đãi, hưởng quỹ phúc lợi khen thưởng còn dư tại thời điểm cổ phần hoá công bằng cho người lao động; (2) Có chính sách kích cầu lao động như hỗ trợ vốn ban đầu cho những người kinh doanh nhỏ, phát triển các chương trình tạo công ăn việc làm cho người lao động, xuất khẩu lao động, chuyển dịch lao động dư thừa ở doanh nghiệp sau cổ phần hoá sang khu vực doanh nghiệp vừa và nhỏ; (3) Ban hành các văn bản pháp quy quy định cho các doanh nghiệp cổ phần để thực hiện cho đúng quy định của pháp luật và điều hành công ty được tốt, đồng thời bảo đảm được quyền lợi của người lao động và các cổ đông; (4) Tổ chức, hỗ trợ tập huấn, đào tạo, bồi dưỡng cho người lao động và cán bộ quản lý công ty về quyền của cổ đông, của các cơ quan quản lý trong công ty, trình tự, thủ tục thông qua các quyết định quan trọng của công ty nhằm làm cho cổ đông nắm được các quy định pháp lý, tránh tình trạng xung đột trong nội bộ công ty hoặc là chủ "hình thức" của các cổ đông nhỏ trong công ty sau chuyển đổi do không hiểu pháp luật để đảm bảo hiệu quả hoạt động của công ty sau cổ phần hóa (Nguyễn Mạnh Thắng, 2014). Rào cản về lao động dôi dư và phân phối cho lao động khi được gỡ bỏ, doanh nghiệp sẽ cổ phần hóa nhanh, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp sẽ tăng và hiệu quả của nền kinh tế nói chung chắc chắn sẽ được cải thiện.

Thứ sáu, Chính phủ phải tập trung vào việc thay đổi bộ máy quản lý doanh nghiệp sau cổ phần hóa. Thực tế cho thấy, nhiều nhà quản lý doanh nghiệp nhà nước không muốn rời bỏ sự bao cấp của Nhà nước nên họ cố gắng trì hoãn thực hiện cổ phần hóa. Bên cạnh đó, một số doanh nghiệp bằng các

cách khác nhau mà sau khi cổ phần hóa bộ máy quản lý không thay đổi. Do vậy, khả năng quản trị điều hành doanh nghiệp không có sự thay đổi. Các mối quan hệ nội tại, công nghệ quản lý và các nguồn lực khác vẫn giữ nguyên. Và kết quả là sau cổ phần hóa doanh nghiệp vẫn không làm ăn có hiệu quả hơn so với thời kỳ trước khi cổ phần hóa. Điều này ảnh hưởng tới hiệu quả của nền kinh tế nói chung, và nó là “tám gương xấu” cản trở quá trình cổ phần hóa. Việc thay đổi bộ máy quản lý ở những doanh nghiệp này là thực sự cần thiết để thay đổi hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp sau cổ phần hóa.

Bên cạnh các kiến nghị nêu trên, những tồn tại khác cần phải giải quyết như việc phân loại, xác định loại doanh nghiệp cổ phần hóa, định giá doanh nghiệp, chọn nhà đầu tư chiến lược, giá trị đất đai, giá bán cổ phần... cũng là những rào cản cần thiết phải tháo gỡ để tiến trình cổ phần hóa được thực hiện đúng tiến độ.

Kết luận

Bài viết tập trung đánh giá ảnh hưởng của việc cổ phần hóa tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của các DNNN ở Việt Nam thông qua việc chọn mẫu 43 DN, với số liệu là báo cáo tài chính và phân tích qua 4 mốc thời gian cơ bản: năm trước cổ phần hóa, năm thực hiện cổ phần hóa, một năm sau khi cổ phần hóa và hai năm sau cổ phần hóa. Các phát hiện của chúng tôi nhất quán với những nghiên cứu trước đó cũng như tìm ra căn nguyên của những thay đổi về các chỉ tiêu tài chính. Dựa trên các kết quả này, chúng tôi đã đưa ra một số kiến nghị mang tính vĩ mô liên quan đến chương trình cổ phần hóa ở Việt Nam với các bằng chứng cụ thể giúp việc hoạch định chính sách liên quan đến chương trình cổ phần hóa ở Việt Nam trong thời gian tới.

Chú thích và tài liệu tham khảo

¹<http://vnexpress.net/gl/kinh-doanh/2012/11/doanh-nghiep-nha-nuoc-lo-hang-chuc-nghin-ty-dong/>

² <http://kinhdoanh.vnexpress.net/tin-tuc/quan-diem/nguyen-nhan-khien-tien-do-co-phan-hoa-cham-2732180.html>

³Trong khuôn khổ bài viết, tác giả không trình bày kết quả phân tích.

⁴Bao gồm: 1. Chi phí nghiên cứu và thu thập thông tin; 2. Chi phí thỏa thuận hợp đồng; 3. Chi phí kiểm soát và thực thi.

1. Boubakri N. and 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. Bích Diệp, 2012, *Cổ phần hóa DNNN: khó tránh bán rẻ tài*

sản, <http://vacod.vn/co-phan-hoa-doanh-nghiep-nha-nuoc-kho-tranh-ban-re-tai-san-d-7313>.

3. Cẩm Văn Kinh (2014), *Càng chậm cổ phần hóa, càng thiệt hại*, <http://tuoitre.vn/Kinh-te/594742/cang-cham-co-phan-hoa-cang-thiet-hai.html>.

4. D'souza J. và Megginson W.L. (1999), *The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s*, The Journal of Finance, vol.54, iss.4.

5. Đỗ Mai Thành (2008), *Nhìn lại quá trình cổ phần hóa DNNN ở nước ta*, <http://thongtinphapluatdansu.wordpress.com/2008/09/14/1660/>.

6. Megginson W.L., Nash R.C. and 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. Mikkelson W.H., Partch M.M. and Shah K. (1997), *Ownership and operating performance of companies that go public*, Journal of Fin. Economics, vol. 44.

8. Ngọc Phúc (2014), *Doanh nghiệp ngoại chờ gì ở cổ phần hóa?* <http://tinnhanhdiaoc.vn/tin-tuc/doanh-nghiep-ngoai-cho-gi-o-co-phan-hoa>.

9. Nguyễn Hà (2007), *Cổ phần hóa DNNN: Nợ xấu là lực cản chính*, <http://www.ncseif.gov.vn/sites/en/Pages/cophanhoadnnn-noxau-nd-9530.html>.

10. Nguyễn Mạnh Thắng (2014), *Một số vấn đề giải quyết lao động dôi dư sau cổ phần hoá*, tải về từ: <http://congdoan.most.gov.vn/trao-doi/bai-viet/188-mt-s-vn-gii-quyt-lao-ng-doi-d-sau-c-phn-hoa-.html?start=3>

11. Phạm Đức Cường (2009), *Khả năng sinh lời của các DNNN thời kỳ hậu niêm yết - trường hợp của Việt Nam*, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, số Đặc biệt, 11.2009, tr.25-29.

12. Thanh Thanh Lan (2012), *DNNN lỗ hàng chục nghìn tỷ đồng* <http://kinhdoanh.vnexpress.net/tin-tuc/vi-mo/doanh-nghiep-nha-nuoc-lo-hang-chuc-nghin-ty-dong-2724141.html>.

13. Tu Hoàng (2012), *Dè dặt tái khởi động cổ phần hóa DNNN*, <http://www.vcci.com.vn/dau-tu-tai-chinh/20120625024737935/de-dat-tai-khoi-dong-co-phan-hoa-dnnn.htm>.

14. Cuong D. Pham (2009), *Financial performance of privatized and listed SOEs in Vietnam*, Luận án TS, Đại học Macquarie, Australia.

15. Sjolholm F. (2006), *State owned enterprises and equitization in Vietnam*, Working Paper 228, Stockholm school of Economics.

16. Vu T.T. Anh (2006), *Competition and privatization in Vietnam: Substitutes or complements?* <http://www.grips.ac.jp/vietnam/VDFTokyo/Doc/2ndConf15Jul06/2EcoSession2VTTAnh.pdf>

17. Wang X., Xu L.C. and Zhu T. (2004), *State-owned enterprises going public: The case of China*, Economics of Transition, vol. 12, iss.3.

18. Wei Z., D'Souza J., Varela O. and Hassan K.M. (2003), *The financial and operating performance of China's newly privatized firms*, Financial Management, vol. 32.