

# KHẢ NĂNG THANH TOÁN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC TRƯỚC VÀ SAU CỔ PHẦN HÓA

LIQUIDITES IN THE FIRMS BEFORE AND AFTER EQUITIZATION

Nguyễn Thị Xuân Hồng

## TÓM TẮT

Nghiên cứu này tiến hành thu thập thông tin về khả năng thanh toán của 158 công ty đại chúng trong giai đoạn từ trước khi cổ phần hóa đến sau khi doanh nghiệp cổ phần hóa. Nghiên cứu sử dụng kiểm định Fiedman test và Wilcoxon Sign rank test để đánh giá sự khác biệt về khả năng thanh toán trước và sau khi cổ phần hóa. Kết quả cho thấy, sau cổ phần hóa khả năng thanh toán hiện hành và khả năng thanh toán nhanh có sự cải thiện sau khi doanh nghiệp cổ phần hóa. Nghiên cứu bước đầu phân tích nguyên nhân dẫn đến kết quả trên và đưa ra một số khuyến nghị liên quan đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp.

**Từ khóa:** Khả năng thanh toán; cổ phần hóa; doanh nghiệp cổ phần hóa.

## ABSTRACT

This research collected the liquidities of 158 public firms that had been privatized in period from the previous to after Equitization. Research using test Fiedman and Wilcoxon Sign rank test to compare liquidities previous and after privatization. Results show that the current liquidity and quick liquidity improved after the firms privatized. Reserch found and analized the reason cause that improvements and suggest some recommendations invole liquidities of the firms.

**Keywords:** Liquidity; privatization; privatized firms.

Khoa Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

Email: xuanhong@hau.edu.vn

Ngày nhận bài: 05/01/2019

Ngày nhận bài sửa sau phản biện: 11/4/2019

Ngày chấp nhận đăng: 15/8/2019

## 1. GIỚI THIỆU

Từ khi chính thức thực hiện chủ trương cổ phần hóa (CPH) doanh nghiệp Nhà nước (DNNN) năm 1992 đến nay, Việt Nam đã đạt được những thành tựu nhất định trong việc đổi mới lĩnh vực công nghiệp nói chung và cải thiện hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp nói riêng. Khi còn là các DNNN, hầu hết mọi hoạt động của doanh nghiệp đều bị chi phối, cần có sự ý kiến chỉ đạo của Nhà nước. Quyền tự quyết trong các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp đều có sự can thiệp từ cấp trên. Các DNNN thường được tạo mọi điều kiện thuận lợi trong việc huy động vốn rộng rãi từ nhiều nguồn. Khả năng huy động vốn của các DNNN thường dễ dàng mà không cần căn cứ vào hệ số nợ cũng như khả năng thanh toán của bản thân các doanh nghiệp. Do vậy, trong các DNNN các chỉ tiêu về khả năng thanh toán không thực sự được quan tâm, chú trọng.

Sau CPH sự can thiệp của Nhà nước giảm đi đáng kể. Các doanh nghiệp được chủ động trong việc quyết định hoạt động sản xuất kinh doanh của mình cũng như chủ động tìm kiếm, huy động các nguồn vốn phục vụ sản xuất kinh doanh. Sự "dễ dãi" trong việc cho vay của các tín dụng không còn như khi doanh nghiệp còn là DNNN. Do vậy khả năng thanh toán của doanh nghiệp được các đối tác kinh doanh quan tâm, chú trọng hơn. Theo các báo cáo tổng kết và các công trình nghiên cứu thì CPH đã giúp doanh nghiệp có sự tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận. Ngoài ra, một số chỉ tiêu về tình hình tài chính và hiệu quả kinh doanh của các DNNN sau khi CPH cũng có sự cải thiện đáng kể trong đó có sự cải thiện trong khả năng thanh toán, giải quyết nợ xấu,... Các nhà quản trị của doanh nghiệp cũng lưu tâm đến khả năng thanh toán hơn, nhằm đảm bảo cho sự an toàn trong thanh toán cũng như sự thuận lợi trong việc huy động vốn. Từ đó, nâng cao hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, các báo cáo hoặc nghiên cứu trước đây mới chỉ dừng lại ở việc sử dụng phương pháp so sánh và thống kê mô tả để đánh giá sự thay đổi về sự cải thiện trong việc thanh toán các khoản vay mà chưa đánh giá khả năng thanh toán của doanh nghiệp và so sánh các chỉ tiêu này trước và sau cổ phần hóa thông qua các công cụ kiểm định thích hợp.

Để đưa ra kết quả có tính thuyết phục và tin cậy hơn về sự cải thiện trong khả năng thanh toán của doanh nghiệp, nghiên cứu này sử dụng cả phương pháp so sánh bằng cách mô tả thống kê và kiểm định thống kê để đánh giá sự thay đổi về khả năng thanh toán của doanh nghiệp giữa thời điểm trước và sau khi CPH thông qua một lượng mẫu nghiên cứu gồm 158 doanh nghiệp CPH trong khoảng thời gian từ 2001 đến 2015 để qua đó đánh giá sự đổi mới mà CPH đem lại cho các DNNN.

## 2. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

Chủ đề liên quan đến sự cải thiện tình hình tài chính và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trong đó có khả năng thanh toán của các DNNN sau khi CPH đã được rất nhiều học giả trong và ngoài nước quan tâm. Về các chỉ tiêu tài chính, có nhiều nghiên cứu đã đề cập đến như nghiên cứu của Megginson & cộng sự (1994), Macqueira & Zurita (1996); Sun & Tong (2002), Boubraki & Cosset (2002), Harper (2002); Wei & cộng sự (2003), Omron (2009), Alipour

(2012),... và còn nhiều nghiên cứu dành cho các doanh nghiệp ở từng ngành, từng khu vực kinh tế khác nhau. Riêng với khả năng thanh toán của các doanh nghiệp thì có các nghiên cứu của Oqdeh và Nassar (2011), Omran (2007) đã cho thấy doanh nghiệp sau CPH có xu hướng giảm khả năng thanh toán hiện hành, khả năng thanh toán nhanh và có xu hướng tăng khả năng thanh toán tức thời.

Tại Việt Nam, cho tới nay đã có tương đối nhiều tác giả tiếp cận chủ đề về sự thay đổi tình hình tài chính của doanh nghiệp như Amin và Webster (1998); Tran và cộng sự, (2006-2007), Phạm Đức Cường và cộng sự (2013) hoặc đánh giá hiệu quả hoạt động của các DNNN sau CPH thông qua các hệ số tài chính như nghiên cứu của Trương và cộng sự (2006); Tran (2007), Nguyễn Thị Xuân Hồng (2016). Trong số các nghiên cứu đó thì hầu hết đều quan tâm đến khả năng sinh lời mà không đề cập đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp,... Trong số ít các nghiên cứu đề cập đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp là nghiên cứu của Chu Thị Thu Thủy và cộng sự (2015) đối với các DNNN CPH trên sàn giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh thì nghiên cứu này chỉ đánh giá khả năng thanh toán sau CPH của các DNNN mà không thấy được sự khác biệt của chỉ tiêu này trước và sau CPH.

Theo nghiên cứu của Almajali và các cộng sự (2012), Maleya và Muturi (2013) thì khả năng thanh toán có mối quan hệ tỷ lệ thuận với hiệu quả tài chính. Do vậy, với mục tiêu xem xét sự thay đổi khả năng thanh toán của DNNN ở thời điểm sau so với trước CPH, tác giả đã bước đầu tiến hành nghiên cứu vấn đề này, làm nền tảng đánh giá hiệu quả tài chính của các DNNN CPH. Đồng thời phân tích một số nhận định dẫn đến sự khác biệt trong các chỉ tiêu này tại các DNNN CPH.

### 3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Doanh nghiệp được lựa chọn trong mẫu là những doanh nghiệp nguyên là DNNN đã thực hiện CPH. Để đánh giá hiệu quả hoạt động, dữ liệu sử dụng chủ yếu là báo cáo tài chính (BCTC) của doanh nghiệp công khai hàng năm. Tác giả đã tìm kiếm và thu thập thông tin tại nơi niêm yết chứng khoán của doanh nghiệp (sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh) kết hợp với khảo sát, thu thập BCTC trực tiếp từ chính các doanh nghiệp đó.

Kết quả sau khi thu thập dữ liệu, mẫu nghiên cứu gồm 158 BCTC của các doanh nghiệp CPH; trong đó có 127 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán HNX, HOSE và 31 doanh nghiệp chào bán cổ phiếu trên sàn OTC. Dữ liệu được thu thập gồm BCTC của niên độ kế toán từ trước khi CPH 1 năm đến sau khi doanh nghiệp đã CPH 2 năm. Sở dĩ tác giả chỉ thu thập BCTC của DNNN trước khi CPH 1 năm vì rất khó thu thập được thông tin về BCTC của các doanh nghiệp này từ 2 năm trở lên do các doanh nghiệp này không công bố công khai BCTC trên Websites. Tác giả thu thập BCTC của các doanh nghiệp sau khi CPH 2 năm cũng là để so sánh, đánh giá sự biến động về khả năng thanh toán giữa các năm sau khi CPH.

Do các doanh nghiệp khác nhau về thời gian CPH nên nhóm nghiên cứu thực hiện phân nhóm dữ liệu, không phụ thuộc vào năm dương lịch mà dựa vào thời điểm doanh nghiệp CPH. Cụ thể, gọi năm CPH là  $t = 0$  thì năm trước CPH được gọi là năm  $t-1$  và các năm sau khi CPH lần lượt là  $t+1$  và  $t+2$ .

Việc phân tích được thực hiện trước hết bằng cách tính một số chỉ tiêu đánh giá khả năng thanh toán theo bảng 1.

Bảng 1. Nhóm chỉ tiêu phản ánh hiệu suất khả năng thanh toán của doanh nghiệp

Các chỉ tiêu phân tích	Cách tính
1. Khả năng thanh toán hiện hành	Tổng tài sản ngắn hạn/Tổng Nợ ngắn hạn
2. Khả năng thanh toán nhanh	Tài sản ngắn hạn – Hàng tồn kho/Nợ ngắn hạn
3. Khả năng thanh toán tức thời	Tiền và tương đương tiền/Nợ ngắn hạn

Nguồn: Nguyễn Năng Phúc (2014)

Các hệ số này được tính cho 4 năm: năm trước CPH ( $t-1$ ), năm CPH ( $t = 0$ ) và năm thứ nhất sau CPH ( $t+1$ ) và năm thứ 2 sau CPH ( $t+2$ ). Để kiểm chứng cho sự thay đổi (nếu có) của các hệ số này, tác giả thực hiện kiểm định thống kê thông qua kiểm định phi tham số (do mẫu nghiên cứu có phân bố không chuẩn) với phép thử Friedman Test để đánh giá sự khác biệt về tỷ suất này giữa 4 năm (từ 1 năm trước khi cổ phần đến 2 năm sau khi cổ phần) và phép thử Wilcoxon Signed-Rank Test để đánh giá sự khác biệt giữa 2 năm với nhau theo từng đôi một (năm thứ nhất sau CPH so với năm trước CPH, năm thứ hai sau CPH so với năm trước CPH; năm thứ hai so với năm thứ nhất sau CPH).

## 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

### 4.1. Kết quả tổng quát

Sau khi tính toán chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán của từng doanh nghiệp ở từng năm (trước và sau CPH), kết quả giá trị lớn nhất, nhỏ nhất, giá trị trung bình và trung vị của từng chỉ tiêu được mô tả trong bảng 2.

Bảng 2. Kết quả thống kê mô tả khả năng thanh toán qua các năm

	N	Minimum	Maximum	Mean		Std. Deviation
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic
Thanh toán hiện hành năm $t-1$	158	0,20	9,76	1,50	0,10	1,13
Thanh toán hiện hành năm $t=0$	158	0,27	11,58	1,63	0,12	1,52
Thanh toán hiện hành năm $t+1$	158	0,25	13,02	1,71	0,11	1,42
Thanh toán hiện hành năm $t+2$	158	0,16	6,98	1,63	0,09	1,18
Thanh toán nhanh năm $t-1$	158	0,10	5,30	1,06	0,09	0,78
Thanh toán nhanh năm $t=0$	158	0,16	7,22	1,17	0,11	1,09

Thanh toán nhanh năm t+1	158	0,15	4,92	1,21	0,10	0,96
Thanh toán nhanh năm t+2	158	0,08	6,58	1,20	0,09	1,08
Thanh toán tức thời năm t-1	158	0,01	2,57	0,35	0,05	0,48
Thanh toán tức thời năm t=0	158	0,01	2,37	0,38	0,04	0,50
Thanh toán tức thời năm t+1	158	0,01	7,68	0,44	0,07	0,84
Thanh toán tức thời năm t+2	158	0,01	5,14	0,39	0,05	0,62
Valid N (listwise)	158					

Qua bảng trên có thể thấy giá trị trung bình của khả năng thanh toán ở từng năm trước CPH có sự thay đổi so với năm trước CPH. Tuy nhiên, kết quả này mới chỉ dựa trên kết quả thống kê mô tả và độ tin cậy như thế nào, nghiên cứu tiếp tục sử dụng các kiểm định thống kê để đánh giá sự khác biệt này bằng việc lần lượt áp dụng hai kiểm định bao gồm kiểm định Friedman và kiểm định Wilcoxon Signed Rank.

#### 4.2. Kiểm định Friedman

Kiểm định Friedman được sử dụng để đánh giá mối liên hệ giữa các giá trị mẫu của từng chỉ tiêu phân tích đối với kiểm định phi tham số. Giả thuyết kiểm định đặt ra là: Chỉ tiêu tài chính ở các năm là như nhau (các năm từ t-1 đến t+2). Nếu kết quả kiểm định có  $p > 0,05$  thì sẽ chấp nhận giả thuyết, ngược lại thì chỉ tiêu tài chính ở các năm có sự khác biệt. Kết quả kiểm định Friedman được phản ánh theo bảng 3.

Bảng 3. Kết quả kiểm định Friedman về sự khác biệt trong các kỳ nghiên cứu

Chỉ tiêu	N	Chi-square	Df	Asymp. Sig.	Kết luận
Khả năng thanh toán hiện hành	158	19,572	2	0,000	Có sự khác biệt qua các năm từ t-1 đến năm t+2 với độ tin cậy 99%
Khả năng thanh toán nhanh	158	9,699	2	0,021	Có sự khác biệt qua các năm từ t-1 đến năm t+2 với độ tin cậy 99%
Khả năng thanh toán tức thời	158	0,706	2	0,872	Không có sự khác biệt qua các năm từ t-1 đến năm t+2

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ kết quả kiểm định

Qua bảng 3, có thể dễ dàng nhận thấy khả năng thanh toán hiện hành và khả năng thanh toán nhanh của các DNNN có sự khác biệt từ trước đến sau CPH, còn khả năng thanh toán tức thời thì không có sự khác biệt. Tuy nhiên, sự khác biệt này diễn ra giữa năm nào với năm nào thì kiểm định Friedman không thể hiện được điều đó. Để đánh giá sâu sự khác biệt giữa các năm trước và sau CPH, tác giả tiếp tục sử dụng kiểm định Wilcoxon Sign Rank Test đối với chỉ tiêu khả năng thanh toán hiện hành và khả năng thanh toán nhanh.

#### 4.3. Kiểm định Wilcoxon Sign Rank test

Kiểm định này được tiến hành ở mỗi chỉ tiêu theo từng cặp 2 năm một với giả thuyết kiểm định là: chỉ tiêu tài chính của 2 năm là như nhau. Nếu kết quả kiểm định có  $p > 0,05$  thì sẽ chấp nhận giả thuyết. Nếu  $p < 0,05$  sẽ bác bỏ giả thuyết, như vậy, chỉ tiêu tài chính nghiên cứu có sự khác biệt ở năm nào so với năm nào. Kết quả kiểm định Wilcoxon được trình bày trong bảng 4.

Nhìn vào bảng 4 ta thấy cả trước và sau cổ phần, Trung bình chỉ tiêu khả năng thanh toán hiện hành và khả năng thanh toán nhanh đều lớn hơn 1, chứng tỏ doanh nghiệp có đủ khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn. Và các khả năng thanh toán này có sự thay đổi theo chiều hướng tốt hơn sau khi CPH, trong đó trung bình khả năng thanh toán hiện hành năm t+1 tăng nhiều nhất so với năm t-1 (tăng 0,21 lần), còn năm t+2 tăng 0,13 lần so với năm t-1.

Khả năng thanh toán nhanh có sự tăng lên 0,15 lần ở năm t+1 so với năm t-1 và tăng 0,14 lần ở năm t+2 so với năm t-1. Mặc dù có sự tăng lên sau so với trước CPH nhưng cả hai chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán đều không có sự cải thiện ở năm t+2 so với t+1, thậm chí khả năng thanh toán hiện hành còn có sự suy giảm. Tuy nhiên, khả năng thanh toán của doanh nghiệp vẫn ở mức rất tốt, do các chỉ số về khả năng thanh toán hiện hành đều lớn hơn 1,5 lần. Điều này cho thấy, về cơ bản các doanh nghiệp đều đảm bảo an toàn trong hoạt động thanh toán của mình.

Kết quả kiểm định Wilcoxon đối với giá trị trung bình của 2 chỉ tiêu trên thì khả năng thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh có dấu hiệu thay đổi ở năm t+1 so với năm t-1 ở mức tin cậy 99%. Khả năng thanh toán nhanh năm t+2 có dấu hiệu thay đổi theo chiều hướng tăng lên so với năm t-1 với độ tin cậy 95%. Khả năng thanh toán hiện hành năm t+2 tăng lên so với năm t-1 với độ tin cậy 90%. Tất cả các chỉ tiêu có dấu hiệu khác biệt đều có % doanh nghiệp cải thiện theo chiều hướng tăng lên lớn hơn doanh nghiệp có chiều hướng giảm. Qua đó, có thể nhận thấy sau CPH, khả năng thanh toán nợ ngắn hạn được cải thiện tích cực so với trước cổ phần, làm giảm mức độ rủi ro trong thanh toán của doanh nghiệp. Tuy nhiên, mức độ thay đổi này sang đến năm thứ 2 sau CPH thì không thực sự rõ ràng vì kiểm định không còn có dấu hiệu cho thấy có sự khác biệt.

Sự cải thiện của khả năng thanh toán trong doanh nghiệp có thể lý giải bởi một số lý do cơ bản như sau:

Theo Amin và Webster (1998); Tran và cộng sự, (2006-2007) với nhiều nỗ lực xử lý nợ xấu trước và trong khi CPH thì tỷ lệ nợ xấu giảm đi một cách đáng kể hoặc không còn các khoản nợ đáng kể sau khi doanh nghiệp CPH. Theo Tran và cộng sự (2006-2007) các khoản nợ của doanh nghiệp đã được giải quyết bằng cách thanh lý tài sản để trả nợ, bán các khoản nợ cho công ty mua bán nợ, để nghị giãn nợ hoặc xóa nợ. Và đặc biệt, một giải pháp phổ biến nhất, đó là chuyển nợ thành vốn góp, tức là biến chủ nợ thành chủ sở hữu của doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu của Sjolholm (2006) cho rằng sau CPH các DNNN khó tiếp

Bảng 4. Kết quả kiểm định Wilcoxon đối với các chỉ tiêu khả năng thanh toán

Nội dung	Trung bình (Trung vị) trước CPH	Trung bình (Trung vị) năm thứ 1 sau CPH	Trung bình (Trung vị) năm thứ 2 sau CPH	Sự thay đổi Trung bình (trung vị) năm t+1&t-1	Sự thay đổi Trung bình (trung vị) năm t+2&t-1	Sự thay đổi Trung bình (trung vị) năm t+2&t+1	Kết quả kiểm định Wilcoxon					
							Sự khác biệt năm t+1 & t-1		Sự khác biệt năm t+2 & t-1		Sự khác biệt năm t+2 & t+1	
							Z-Statistic (p-value)	% DN thay đổi theo dự đoán	Z-Statistic (p-value)	% DN thay đổi theo dự đoán	Z-Statistic (p-value)	% DN thay đổi theo dự đoán
							t-1	t+1	t+2	t+1&t-1	t+2&t-1	t+2&t+1
Khả năng thanh toán hiện hành (lần)	1.50 (1.18)	1.71 (1.26)	1.63 (1.22)	0,21 (0,08)	0,13 (0,04)	-0,08 (-0,04)	-3,04*** (0,002)***	79,49	-1,76* (0,079)*	82,31	-0,69 (0,492)	82,42
Khả năng thanh toán nhanh (lần)	1,06 (0,81)	1,21 (0,92)	1,20 (0,87)	0,15 (0,11)	0,14 (0,06)	0,01 (0,06)	-2,70*** (0,007)***	75,05	-2,07** (0,038)**	79,5	-0,905 (0,365)	86,1

Nguồn: tác giả tự tổng hợp từ kết quả kiểm định Wilcoxon.

Ghi chú (\*): độ tin cậy 99%; (\*\*): độ tin cậy 95%; (\*\*\*): độ tin cậy 90%

Bảng 5. Sự biến động của một số chỉ tiêu tài chính bình quân của các DNNN trước và sau CPH

Chỉ tiêu	Năm t-1	Năm t+1	Năm t+2	Chênh lệch năm t+1/t-1		Chênh lệch năm t+2/t-1		Chênh lệch năm t+2/t+1	
				Số tiền (Trđ)	Tỷ lệ (%)	Số tiền (Trđ)	Tỷ lệ (%)	Số tiền (Trđ)	Tỷ lệ (%)
				Tài sản ngắn hạn	491,373	628,186	793,513	136,813	27,84
Hàng tồn kho	130,674	171,081	228,270	40,407	30,92	97,597	74,69	57,189	33,43
Tiền và tương đương tiền	129,632	205,914	247,418	76,282	58,84	117,785	90,86	41,503	20,16
Nợ Phải trả	657,660	824,971	1,005,323	167,311	25,44	347,663	52,86	180,352	21,86
Nợ ngắn hạn	392,856	440,656	538,299	47,800	12,17	145,443	37,02	97,643	22,16
Nợ dài hạn	264,804	384,315	467,024	119,511	45,13	202,220	76,37	82,709	21,52

Nguồn: tác giả tự tổng hợp

cận các nguồn vốn vay hơn do không còn được sự bảo trợ của nhà nước. Do vậy, theo các nghiên cứu trên về cơ bản nợ phải trả của doanh nghiệp (trong đó có nợ ngắn hạn) có sẽ có xu hướng giảm. Tuy nhiên kết quả nghiên cứu đối với nợ ngắn hạn bình quân của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu lại có xu hướng tăng lên (bảng 5). Theo kết quả thống kê ở bảng 5, thì các năm sau CPH nợ phải trả của doanh nghiệp đều tăng, nhưng thiên hướng lại tăng các khoản vay dài hạn. Cụ thể, năm t+1 nợ ngắn hạn bình quân tăng so với năm t-1 là 12,18%, năm t+2 tăng so với năm t-1 là 37,02%.

Theo nghiên cứu của Tran và cộng sự (2006-2007) thì đa số doanh nghiệp không có sự thay đổi sau CPH về quan hệ với các tổ chức tín dụng. Trong điều kiện sau CPH, đa số các doanh nghiệp đã nhận xét một cách tích cực về mối quan hệ tài chính với bạn bè, gia đình, các cổ đông và cả những người lao động trong doanh nghiệp. Có thể vì những tín hiệu tích cực đó mà sau CPH các khoản nợ phải trả (trong đó có nợ ngắn hạn) của doanh nghiệp tăng lên.

Một nguyên nhân nữa cũng khiến cho khả năng thanh toán của các doanh nghiệp sau CPH có xu hướng tăng hơn đó là sự tăng lên của tài sản ngắn hạn, hàng tồn kho và các khoản tiền, tương đương tiền trong cả năm thứ nhất và năm thứ hai sau CPH so với năm trước CPH. Năm t+1 tài sản

ngắn hạn bình quân tăng 27,84%, năm t+2 tăng 61,49% so với năm t-1. Tuy nhiên tốc độ tăng của tài sản ngắn hạn ở năm t+1 và t+2 tăng cao hơn tốc độ tăng của nợ ngắn hạn nên mặc dù nợ ngắn hạn của doanh nghiệp cũng tăng nhưng khả năng thanh toán của doanh nghiệp vẫn tăng ở năm sau CPH so với năm trước CPH.

### 5. KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

Dựa vào kết quả kiểm định thống kê với độ tin cậy trên 90% có thể thấy khả năng thanh toán hiện hành và khả năng thanh toán nhanh của DNNN đã có sự tăng lên sau khi DNNN CPH, còn khả năng thanh toán tức thời không có dấu hiệu cho thấy có sự khác biệt so với thời gian trước CPH.

Khả năng thanh toán hiện hành của các doanh nghiệp sau CPH có sự cải thiện và các hệ số ở mức tương đối tốt (khả năng thanh toán hiện hành từ 1,5-1,7). Tuy nhiên để doanh nghiệp vừa đảm bảo được khả năng thanh toán các khoản nợ, vừa duy trì đảm bảo được khả năng kinh doanh thì khả năng thanh toán hiện hành nên duy trì lên đến mức 2,0. Muốn vậy doanh nghiệp nên cân đối đầu tư vào tài sản ngắn hạn và tài sản dài hạn. Đồng thời tăng cường tìm kiếm huy động các nguồn vốn thông qua vốn chủ sở hữu. Muốn vậy, doanh nghiệp có thể huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán bằng cách niêm yết hoặc giao dịch

cổ phiếu thông qua thị trường chứng khoán hoặc sàn giao dịch chứng khoán. Như vậy, doanh nghiệp vẫn có khả năng huy động vốn mà không ảnh hưởng đến khả năng thanh toán. Ngoài việc tạo điều kiện cho doanh nghiệp dễ dàng hơn trong huy động vốn, thay đổi cơ cấu tài trợ theo hướng phù hợp hơn và bớt phụ thuộc hơn vào nguồn vốn vay ngân hàng thì khi niêm yết trên thị trường chứng khoán do yêu cầu bắt buộc về công bố thông tin cũng giúp cho hoạt động quản trị của công ty hoàn thiện hơn, dân chủ hơn, cơ hội khuếch trương hình ảnh của doanh nghiệp mở rộng hơn, đồng thời, áp lực của cổ đông đối với công ty giảm do tính thanh khoản của chứng khoán tăng lên.

Với khả năng thanh toán nhanh sau CPH vẫn duy trì ở mức bình quân là lớn hơn 1 (từ 1,0-1,2) nhưng hàng tồn kho bình quân của các doanh nghiệp sau CPH tăng lên với tỷ lệ tương đối cao. Điều đó có thể do các doanh nghiệp chưa có chính sách sản xuất, chính sách bán hàng tốt để giảm thiểu lượng hàng tồn kho trong doanh nghiệp. Vì vậy, các doanh nghiệp cần chú trọng hơn đến các chính sách quảng bá này nhằm giảm thiểu tình trạng ứ đọng vốn kinh doanh, giúp cho việc quay vòng vốn lưu động tốt hơn. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng nên tính toán dự trữ một lượng hàng tồn kho phù hợp với kế hoạch sản xuất kinh doanh nhằm đảm bảo phục vụ kịp thời, đầy đủ cho sản xuất, bán hàng, tránh tình trạng dư thừa, ứ đọng, đồng thời cải thiện được khả năng thanh toán nhanh cho doanh nghiệp.

Với nghiên cứu định lượng dựa trên BCTC của các doanh nghiệp, mặc dù đã chỉ ra sự khác biệt tích cực của các chỉ tiêu khả năng thanh toán của DNNN trước và sau CPH nhưng hạn chế của nghiên cứu này là chưa thể lý giải rõ ràng do tại sao lại có sự cải thiện đó. Do vậy, cần một nghiên cứu định tính đi sâu tìm hiểu trả lời câu hỏi trên thì nghiên cứu sẽ hoàn chỉnh hơn./

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Alipour.M., 2012. *Has privatization of state-owned enterprises in Iran led to improved performance?*. International Journal of Commerce and Management, 23(4), 2013, 281-305.
- [2]. Amin.M.R, Webster. L., 1998. *Equitization of State Enterprises in Vietnam: Experience to date*. MPDF (Mekong Project Development Facility), Private Sector Discussions, 3, Hanoi.
- [3]. Aussenegg.W and Jelic. R., 2002. *Operating Performance of Privatized Companies in Transition Economies - The Case of Poland, Hungary and the Czech Republic*. EFMA 2003 Helsinki Meetings, 34-52.
- [4]. Báo cáo tình hình thực hiện nghị quyết hội nghị lần thứ III và lần thứ IX và nghị quyết đại hội X của Đảng "Về tiếp tục sắp xếp, đổi mới, phát triển và nâng cao hiệu quả doanh nghiệp nhà nước".
- [5]. Boubakri, N. and Cosset, J.C., 2002. *The financial and operating performance of newly privatized firms: Evidence from developing countries*. Journal of financial, 53, 1081-1110.
- [6]. Chu Thị Thu Thủy, Nguyễn Thanh Huyền, Ngô Thị Quyên, 2015. *Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính: Nghiên cứu điển hình tại các công ty*

*cổ phần phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Hồ Chí Minh*. Tạp chí Kinh tế & phát triển, 215 (5/2015), 59-66.

- [7]. Harper, J.T., 2002. *The performance of privatized firms in the Czech Republic*. Journal of Banking và Finance, 2002, 26(4), 621-649.
- [8]. 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 financial 49(2), 403-452.
- [9]. Nguyễn Năng Phúc, 2014. *Giáo trình Phân tích báo cáo tài chính*. NXB Đại học Kinh tế quốc dân.
- [10]. Nguyễn Thị Xuân Hồng, 2016. *Phân tích tác động của cổ phần hóa đến khả năng sinh lời của doanh thu trong các doanh nghiệp Nhà nước sau cổ phần hóa ở Việt Nam*. Tạp chí Kinh tế phát triển, 11(2016), 33-41.
- [11]. Omran, 2007. *Privatization, State ownership and Bank performance in Egypt*. World Development, 35(4), 714-733
- [12]. Oqdeh. L. N., Nassar. M.A., 2011. *Effects of Privatization on Firms Financial and Operating Performance: Evidence from Jordan*. Dirasat, Administrative Sciences, 38(1), 2011, 288-303.
- [13]. Phạm Đức Cường và cộng sự, 2013. *Đánh giá chương trình CPH của Việt Nam thông qua tình hình tài chính và kết quả kinh doanh của các DNNN thời hậu CPH*. Đề tài cơ sở, Đại học Kinh tế quốc dân.
- [14]. Sjolholm, F., 2006. *State owned enterprises and equitization in Vietnam*. Working paper 228, Stockholm school of Economics.
- [15]. Tran, G., 2007. *The impact of corporate governance on the performance of privatized firms in Vietnam*. JEL Classification: G32, G34, L32, L33, P31.
- [16]. Tran, T.C, Bui, V.D., Pham, D.T., Nguyen, K.A., Nguyen, H.L., Nguyen, T.L., Trinh, D.C., 2006. *Vietnamese State-Owned Enterprises after Equitization: Performance, Emerging Issues, and Policy Recommendations*. Vietnams economic Management Review, 2006(1), 20-30.
- [17]. Tran, T.C, Bui, V.D., Pham, D.T., Nguyen, K.A., Nguyen, H.L., Nguyen, T.L., Trinh, D.C., 2007. *Vietnamese State-Owned Enterprises after Equitization: Performance, Emerging Issues, and Policy Recommendations*. Vietnams economic Management Review, 2007(2), 40-56.
- [18]. Truong, L.D, Lanjouw, G. và Lensink, R., 2006. *The impact of privatization on firm performance in a transition economy. The case of Vietnam*. Economics of Transition, 14, 349-389.
- [19]. Wei. Z., Oscar. V., D'Souza. J., Hassan. K., 2003. *The financial and operating performance of China's newly privatized firm*. Financial Management, 2003(32), 107-126.

#### AUTHOR INFORMATION

**Nguyễn Thị Xuân Hồng**

Faculty of Accounting - Auditing, Hanoi University of Industry