

ẢNH HƯỞNG CỦA VIỆC NIÊM YẾT ĐẾN TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP DƯỢC VIỆT NAM

Phạm Đức Cường

Viện Kế toán – Kiểm toán, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: phamduccuong2003@yahoo.com

Nguyễn Phương Linh

Viện Kế toán-Kiểm toán- Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: nplinh.neu@gmail.com

Vũ Thị Huyền Trang

Khoa Kinh tế và Quản lý - Đại học Thủy lợi

Email: vuhuyentran307@gmail.com

Ngày nhận: 28/02/2018

Ngày nhận bản sửa: 18/4/2018

Ngày duyệt đăng: 25/4/2018

Tóm tắt:

Bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của việc niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đến tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Dược phẩm. Bài viết sử dụng dữ liệu là báo cáo tài chính đã được kiểm toán của 13 doanh nghiệp Dược đang niêm yết trên hai thị trường chứng khoán của Việt Nam. Sử dụng phương pháp so sánh các tỷ suất tài chính giữa hai thời điểm trước và sau khi niêm yết với kiểm định phi tham số Wilcoxon. Kết quả phân tích cho thấy có sự cải thiện về khả năng thanh toán, về dòng tiền, về khả năng sinh lợi, và về doanh thu thực của các doanh nghiệp dược trong mẫu nghiên cứu tuy nhiên sự khác biệt không nhiều. Dựa trên kết quả phân tích, bài viết đề xuất một số kiến nghị tiếp tục chương trình cổ phần hóa và niêm yết của các doanh nghiệp trên sàn chứng khoán Việt Nam.

Từ khóa: tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động, niêm yết, doanh nghiệp dược phẩm Việt Nam.

Effects of Stock-market Listing on Financial Position and Performance of Vietnam Pharmaceutical Enterprises

Abstract:

The paper studies the effects of stock-market listing on financial position and performance of Vietnamese pharmaceutical enterprises. The paper uses audited financial statements of 13 enterprises which are listing in two stock markets of Vietnam. Financial ratios are first calculated and then compared between pre- and post- listing with the Wilcoxon signed rank test to generalize the results. The results show that there is an improvement in solvency, cash flow, profitability, and real revenue of pharmaceutical enterprises in the sample but the differences are not statistically significant. Based on the results, the paper proposes some recommendations to continue the privatization and listing programs of state-owned enterprises in Vietnam.

Keywords: Financial performance, listing, Vietnamese pharmaceutical firms.

1. Giới thiệu chủ đề nghiên cứu

Niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán sẽ làm tăng tính minh bạch của thông tin kế toán, và cũng tăng trách nhiệm của doanh nghiệp đối với các đối tượng có lợi ích trực tiếp và gián tiếp thông qua việc kiểm soát của các lực lượng thị trường.

Nhiều lý thuyết nền tảng đã được sử dụng để giải thích cho các vấn đề liên quan đến mối quan hệ chủ sở hữu và quản lý (ví dụ lý thuyết đại diện- Jensen & Meckling, 1976), cơ chế kiểm soát của các lực lượng tham gia thị trường và doanh nghiệp niêm, và mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và việc niêm yết chứng khoán, ảnh hưởng của niêm yết đến tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động (theo lý thuyết thị trường hiệu quả của Fama, 1967). Các nghiên cứu do các học giả thực hiện ở các nước trên thế giới đã phản ánh sự đa dạng trong kết quả nghiên cứu.

Tại Việt Nam cũng đã có một số ít học giả nghiên cứu về những vấn đề nêu trên. Đặc biệt chưa có một nghiên cứu đầy đủ nào về sự ảnh hưởng của niêm yết đến tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành dược Việt Nam.

Nghiên cứu này nhằm đánh giá lại sự ảnh hưởng của niêm yết đến tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động của cùng một nhóm công ty dược đang niêm yết trên thị trường chứng khoán bằng cách so sánh hệ thống chỉ tiêu tài chính giữa hai thời điểm trước và sau niêm yết. Kết quả là cơ sở đề xuất kiến nghị cho cơ quan chức năng có liên quan.

2. Tổng quan tài liệu liên quan đến vấn đề nghiên cứu

Cho tới nay nghiên cứu về sự thay đổi hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sau cổ phần hóa ở các quốc gia khác nhau, thời gian khác nhau, phương pháp kiểm định khác nhau, và kết quả cho thấy có sự thay đổi tích cực về khả năng sinh lợi, cấu trúc tài chính, khả năng thanh toán, ... (ví dụ: Megginson & cộng sự, 1994; Boubakri & Cosset, 1998; D'Souza & Megginson, 1999; Alipour, 2012). Kết quả những nghiên cứu này đồng nhất giữa các học giả khác nhau khi nghiên cứu trong các ngữ cảnh khác nhau.

Tiếp sau những nghiên cứu này, nhiều học giả tìm kiếm sự thay đổi hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sau khi niêm yết trên sàn chứng khoán. Tuy nhiên, hướng nghiên cứu này chưa hoàn toàn có sự đồng nhất về kết quả. Mikkelsen & cộng sự (1997) đã nghiên cứu ảnh hưởng của việc niêm yết đến cơ cấu sở hữu và hiệu quả hoạt động của các công ty. Nhóm tác giả cho rằng việc niêm yết cổ phiếu dẫn

đến sự phân hóa cơ cấu sở hữu, quyền kiểm soát công ty và do vậy làm giảm động lực phấn đấu của các nhà quản lý và kết quả là sự giảm sút tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động.

Tương tự, Wang & cộng sự (2004) đã tập trung đo lường ảnh hưởng của việc niêm yết cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần ở Trung Quốc trên các chỉ tiêu tổng doanh thu, tỷ số nợ trên tài sản, tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), và tỷ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE). Nhóm tác giả đã sử dụng phương pháp so sánh trước-sau để phân tích số liệu của 1088 công ty đã niêm yết trên thị trường chứng khoán Trung Quốc từ năm 1994 đến năm 2000. Kết quả cho thấy rằng các công ty sau niêm yết có tổng doanh thu tăng, tỷ số nợ trên tài sản giảm và đặc biệt là những chỉ tiêu ROA và ROS lại giảm sau khi niêm yết.

Tương tự nghiên cứu của Mikkelsen & cộng sự (1997) tác giả Stephanie (2004) nghiên cứu sự thay đổi trong hiệu quả hoạt động của 115 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Pháp giai đoạn 1996 – 2000 và nghiên cứu mối liên hệ giữa sự thay đổi trong hiệu quả hoạt động sau niêm yết và tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ bởi các sáng lập viên của công ty. Kết quả nghiên cứu của tác giả cho thấy hiệu quả hoạt động của các công ty đã giảm sau khi niêm yết. Thêm vào đó, tác giả cũng đã tìm thấy một mối liên hệ nghịch có ý nghĩa thống kê giữa sự thay đổi trong hiệu quả hoạt động sau niêm yết với tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ bởi các sáng lập viên của công ty.

Kim & cộng sự (2004) nghiên cứu hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sau niêm yết tương tự như nghiên cứu của Stephanie (2004) nhưng kết quả nghiên cứu lại tìm ra mối quan hệ giữa tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ bởi các nhà quản lý và hiệu quả hoạt động sau niêm yết trái ngược với kết quả nghiên cứu của Stephanie (2004). Ngoài ra, tác giả còn nhận thấy tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ bởi các nhà quản trị công ty có mối quan hệ tỷ lệ thuận với sự thay đổi trong hiệu quả hoạt động sau niêm yết.

Ngoài việc so sánh hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trước và sau niêm yết giống như những nghiên cứu trên, Huang & Song (2001) còn thực hiện so sánh hiệu quả hoạt động trước và sau niêm yết của các công ty cổ phần Trung Quốc được niêm yết trên thị trường chứng khoán Hồng Kông. Kết quả của nghiên cứu này cho thấy hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp đã giảm sau khi niêm yết, doanh nghiệp tư nhân giảm mạnh hơn các công

ty nhà nước được cổ phần hóa sau đó niêm yết. Theo nhóm tác giả này, điều này có thể là do ảnh hưởng tích cực của cổ phần hóa đến hiệu quả hoạt động đã bù đắp một phần ảnh hưởng tiêu cực của việc niêm yết.

Liên quan đến môi trường Việt Nam, tác giả Trương Đông Lộc (2009) nghiên cứu ảnh hưởng của việc niêm yết cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong nghiên cứu này tác giả đã áp dụng phương pháp so sánh trước – sau và kiểm định phi tham số Wilcoxon để phân tích số liệu tài chính của 116 công ty niêm yết cho khoảng thời gian 2005 – 2008.

Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng chỉ có chỉ tiêu ROS là tăng trong khi đó ROA và ROE của các doanh nghiệp đều giảm sau niêm yết. Tuy nhiên, trong các thay đổi ở 3 chỉ tiêu trên chỉ có sự sụt giảm ở chỉ tiêu ROE là có ý nghĩa thống kê. Ngoài ra, doanh thu thực (doanh thu điều chỉnh chi số lạm phát) của các công ty đã có sự gia tăng sau niêm yết. Tuy nhiên, sự gia tăng này lại không đáng kể. Đặc biệt, kết quả nghiên cứu còn cho thấy rằng tỷ số nợ của các doanh nghiệp đã giảm sau khi niêm yết với mức ý nghĩa thống kê 1%.

Như vậy có thể thấy rằng các nghiên cứu nêu trên về sự ảnh hưởng của niêm yết đến tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết đã được thực hiện trong và ngoài nước. Tuy nhiên kết quả nghiên cứu khá khác biệt. Một số nghiên cứu cho rằng có sự ảnh hưởng thuận chiều, một số nghiên cứu lại cho rằng có sự ảnh hưởng ngược chiều và độ lớn của những tác động cũng khác biệt nhau. Bên cạnh đó, các nghiên cứu trước kia đều là nghiên cứu chung cho các loại hình doanh nghiệp thuộc các ngành khác nhau (cross-section) mà thiếu vắng sự phân tích sâu về các doanh nghiệp trong một ngành cụ thể.

Liên quan phân tích chuyên sâu theo ngành, cụ thể là ngành dược thì số lượng nghiên cứu rất hạn chế cả về số lượng và chất lượng của các nghiên cứu. Ví dụ, Vijayalakshmia & Srividya (2014) nghiên cứu hiệu quả hoạt động của 10 doanh nghiệp dược phẩm ở Ấn Độ trong khoảng thời gian 2009 đến năm 2014. Các tác giả đã ghi nhận cải thiện khả năng sinh lời và triển vọng cải thiện hiệu quả hoạt động trong tương lai.

Tại Việt Nam đã có một số nghiên cứu về hiệu

quả hoạt động của doanh nghiệp dược. Ví dụ nghiên cứu của Võ Đức Nghiêm (2013) đã phân tích hiệu quả hoạt động của các công ty ngành dược trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu này đã đóng góp vào tổng quan nghiên cứu về hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp dược trong mẫu nghiên cứu. Tuy nhiên nghiên cứu này chưa có sự so sánh tình hình tài chính và kết quả hoạt động giữa hai thời điểm trước và sau khi niêm yết.

3. Cơ sở lý thuyết liên quan đến chủ đề nghiên cứu

Lý thuyết đại diện (agency theory) xem xét mối quan hệ đại diện giữa hai nhóm có lợi ích đối lập nhau (principal – agent). Các tác giả cho rằng hai đối tượng này luôn có mâu thuẫn về chi phí, lợi ích, và về sự bất cân xứng của thông tin. Jain & Kini (1994) liên kết sự suy giảm tình hình hoạt động của các công ty sau khi niêm yết cổ phiếu với rất nhiều lý do, một trong số đó là việc giảm bớt các ưu đãi cho các nhà quản lý/chủ sở hữu sau khi bán, và do sự thay đổi trong cơ cấu quyền sở hữu. Ngược lại, Mikkelsen & cộng sự (1997), không tìm thấy mối liên hệ giữa thay đổi cơ cấu sở hữu và sự sụt giảm tình hình hoạt động sau khi niêm yết của các doanh nghiệp ở Mỹ. Tương tự, các khác biệt cũng xuất hiện giữa các tác giả ở Nhật Bản. Cai & Wei (1997) cho rằng không có mối liên hệ giữa sự thay đổi trong cơ cấu quyền sở hữu và sự thay đổi về kết quả hoạt động, khác với lập luận của Kutsuna & cộng sự (2002) người tìm thấy mối liên hệ này.

Lý thuyết về thị trường hiệu quả cũng cho rằng thị trường chứng khoán sẽ điều chỉnh nhanh chóng đối với thông tin mới. Baker & Wurlger (2002) trong lý thuyết thời điểm thị trường (Market timing theory) cho rằng công ty sẽ phát hành chứng khoán vốn khi giá thị trường của chúng cao, và mua lại với giá thấp. Các tác giả cũng đã nghiên cứu mối quan hệ giữa thời điểm thị trường và cấu trúc vốn trong ngắn hạn. Dựa vào kết quả hồi quy Baker & Wurlger (2002) nhận thấy có tương quan nghịch giữa tỷ suất thị giá trên sổ sách (Market to book ratio-M/B) và tỷ lệ đòn bẩy tài chính.

Nghiên cứu này có kết quả đóng góp vào tổng quan và được nhiều học giả nghiên cứu sau kế thừa và phát triển. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu sau đó đã có kết quả trái ngược với kết quả của Baker & Wurgler (2002). Cụ thể, Aydogan (2003), Hovakimian & cộng sự (2004), Kayhan & Titman (2004) đồng nhất về tác động của lý thuyết đến tỷ

Bảng 1. Các chỉ tiêu đo lường tình hình tài chính

STT	Chỉ tiêu	Cách đo lường
<i>Phân tích khái quát tình hình tài chính</i>		
1	- Hệ số tự tài trợ - Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (D/A)	- Vốn chủ sở hữu/Tổng nguồn vốn - Nợ phải trả/Tổng tài sản
<i>Phân tích khả năng thanh toán</i>		
2	- Hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn - Hệ số khả năng thanh toán nhanh	- Tài sản ngắn hạn/Tổng nợ ngắn hạn - Tổng tiền và tương đương tiền/ Tổng nợ ngắn hạn
<i>Phân tích luồng tiền</i>		
3	- Hệ số đảm nhận nợ của dòng tiền - Hệ số luồng tiền trên tài sản	- Nợ phải trả /Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh - Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh/Tổng tài sản
<i>Phân tích khả năng sinh lợi</i>		
4	- Hệ số lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản (ROA) - Hệ số lợi nhuận trước thuế trên doanh thu (ROS) - Hệ số lợi nhuận trước thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE)	- Lợi nhuận trước thuế/Tổng tài sản bình quân - Lợi nhuận trước thuế/Doanh thu - Lợi nhuận trước thuế/Vốn chủ sở hữu bình quân
5	<i>Phân tích doanh thu</i> - Doanh thu điều chỉnh lạm phát	- Doanh thu/ (1+ tỷ lệ lạm phát)

Nguồn: Nguyễn Văn Công (2017)

lệ đòn bẩy của doanh nghiệp, nhưng lại không tán thành khả năng tác động sẽ kéo dài như theo mô hình Baker & Wurgler (2002) đề xuất.

Một giải thích khác liên quan đến việc giảm hiệu quả hoạt động sau khi niêm yết là do thời điểm niêm yết cổ phiếu. Các chủ sở hữu của các công ty có thể chọn thời điểm niêm yết trùng với năm công ty có hiệu quả hoạt động cao mà có thể khó duy trì trong tương lai. Cai & Wei (1997) nhận thấy rằng hầu hết các đợt niêm yết ở Nhật Bản đều có xu hướng kết quả hoạt động kinh doanh cao đáng kinh ngạc trong năm trước khi niêm yết (năm t-1). Ngoài ra, các nhà quản lý khi quyết định thời điểm niêm yết có thể điều tiết dữ liệu kế toán (window-dressing) để chào mời các nhà đầu tư tiềm năng.

4. Phương pháp nghiên cứu

4.1. Mô hình và các biến nghiên cứu

Dựa trên tổng quan nghiên cứu và các Lý thuyết đại diện (Agency Theory), Lý thuyết thời điểm thị trường (Market timing theory), Lý thuyết thị trường vốn (Capital market theory), bài viết xây dựng mô hình nghiên cứu bằng việc so sánh tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động của cùng một nhóm doanh nghiệp được phẩm giữa hai thời điểm sau khi niêm yết và trước khi niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Để đo lường tình hình tài chính bài viết phân tích 5 nhóm chỉ tiêu tài chính (tóm tắt trong Bảng 1).

4.2. Dữ liệu nghiên cứu

Để phục vụ cho việc nghiên cứu, nhóm tác giả lựa chọn toàn bộ các doanh nghiệp thuộc ngành dược phẩm niêm yết trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) và sàn chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2005 - 2015. Sau khi loại bỏ một số doanh nghiệp bị phá sản hoặc hủy niêm yết

Bảng 2: Danh mục công ty dược niêm yết trong mẫu nghiên cứu

STT	Tên doanh nghiệp	Sàn niêm yết	Mã Cổ phiếu	Năm niêm yết	Số Cổ phiếu đang lưu hành
1	Công ty cổ phần Dược Hậu Giang	HOSE	DHG	2006	130.746.071
2	Công ty cổ phần Dược phẩm Imexpharm	HOSE	IMP	2006	42.958.351
3	Công ty cổ phần SPM	HOSE	SPM	2010	13.770.000
4	Công ty cổ phần xuất nhập khẩu y tế Domesco	HOSE	DMC	2006	34.727.465
5	Công ty cổ phần Dược phẩm Cửu Long	HOSE	DCL	2008	56.832.824
6	Công ty cổ phần Dược liệu Pharmedic	HNX	PMC	2009	9.332.573
7	Công ty cổ phần Traphaco	HOSE	TRA	2008	41.450.540
8	Công ty cổ phần Dược phẩm OPC	HOSE	OPC	2008	25.311.696
9	Công ty cổ phần Dược phẩm Phong Phú	HNX	PPP	2011	6.000.000
10	Công ty cổ phần Y dược phẩm Vimedimex	HOSE	VMD	2010	15.440.268
11	Công ty cổ phần Dược phẩm Hà Tây	HNX	DHT	2008	12.562.178
12	Công ty cổ phần Dược phẩm Bến Tre	HNX	DBT	2009	12.314.494
13	Công ty cổ phần Dược phẩm Lâm Đồng	HNX	LDP	2010	7.829.926

chúng tôi có 13 doanh nghiệp dược phẩm đang niêm yết trên cả hai sàn chứng khoán của Việt Nam như trình bày tại Bảng 2.

4.3. Xử lý dữ liệu

Do các công ty dược có thời điểm niêm yết khác nhau bài viết thực hiện phương pháp nhóm gộp dữ liệu theo năm niêm yết. Theo đó, gọi năm niêm yết là $t=0$, khi đó năm trước niêm yết sẽ là $t-1$ và năm sau niêm yết sẽ là $t+1$. Từng chỉ tiêu đo lường tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động được tính riêng cho từng doanh nghiệp sau đó được kết hợp lại theo từng mốc thời gian. Giá trị trung bình cộng (mean) của 13 doanh nghiệp nghiên cứu theo từng mốc thời gian sẽ được sử dụng để thực hiện kiểm định thống kê.

Để so sánh kết quả của cùng một nhóm doanh nghiệp qua hai mốc thời gian thì kiểm định tham số (T-test) hoặc kiểm định phi tham số (Wilcoxon Signed Rank) là phù hợp. Tuy nhiên để xác định chính xác kiểm định nào được áp dụng thì cần thiết phải thực hiện kiểm định phân phối chuẩn. Với mẫu nghiên cứu không lớn chúng tôi áp dụng kiểm định Shapiro-Wilk, theo đó chỉ tiêu nào có giá trị Sig. lớn

hơn 0,05 thì chúng tôi phân phối này là phân phối chuẩn. Theo kết quả kiểm định chỉ có một số ít chỉ tiêu đảm bảo tiêu chí phân phối chuẩn. Do vậy, để đảm bảo tính đồng nhất trong phân tích và đánh giá chúng tôi sử dụng kiểm định phi tham số (Wilcoxon Signed Rank) để khái quát hóa kết quả nghiên cứu.

5. Kết quả nghiên cứu

Trước hết, để đánh giá khái quát về doanh nghiệp dược chúng tôi thực hiện thu thập một số dữ liệu chủ yếu và được trình bày tại Bảng 3.

Theo kết quả này chúng ta có thể nhận thấy tổng tài sản, nợ phải trả và vốn chủ sở hữu, doanh thu và lợi nhuận của các công ty dược niêm yết tăng lên một cách đáng kể. Kết quả này cũng tương đồng với nhiều báo cáo tại Việt Nam cho rằng các công ty sau khi niêm yết đã có sự tăng thêm về doanh thu, tài sản, kết quả kinh doanh.

5.1. Kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của niêm yết đến tình hình tài chính

Để đánh giá sự thay đổi cấu trúc tài chính nhóm tác giả xem xét nhóm sáu chỉ tiêu đã được các học giả nghiên cứu trước kia. Kết quả bình quân theo ba mốc thời gian nghiên cứu và kết quả kiểm định được

Bảng 3: Bảng giá trị trung bình các chỉ tiêu chủ yếu qua ba mốc thời gian (triệu VND)

Chỉ tiêu	N	t-1	t=0	t+1
Tổng tài sản	13	395.375	525.642	731.844
Nợ phải trả	13	258.254	335.55	456.308
Vốn chủ sở hữu	13	135.098	187.292	271.332
Tổng doanh thu	13	721.273	887.312	1.063.035
Tổng lợi nhuận trước thuế	13	33.037	45.295	52.047

trình bày tại Bảng 4.

Hệ số tự tài trợ của các công ty được kỳ vọng tăng sau khi niêm yết do các công ty có thể gia tăng vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành thêm cổ phiếu để huy động vốn. Xu hướng chung của các doanh nghiệp được là tăng vốn chủ sở hữu để giảm lãi tiền vay phải trả và tăng tính tự chủ tài chính cho doanh nghiệp. Việc tăng vốn chủ sở hữu được sự hỗ trợ đặc lực từ thị trường chứng khoán, tạo thuận lợi cho các doanh nghiệp phát hành cổ phiếu tăng vốn chủ, thực hiện điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng hợp lý và hiệu quả. Đúng như kỳ vọng, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng trung bình của hệ số tự tài trợ đã tăng 2,38% từ 50,71% trong năm trước niêm yết (t-1) lên tới 53,09% trong năm sau niêm yết (t+1).

Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của các công ty được kỳ vọng sẽ giảm sau khi niêm yết. Do sau khi niêm yết, các công ty có thể giảm bớt vay nợ, thay vào đó là sẽ gia tăng vốn chủ sở hữu. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng trung bình của tỷ lệ nợ trên tổng tài sản đã giảm 2,55% từ 48,61% trong năm trước niêm yết (t-1) xuống còn 46,06% trong năm sau niêm yết (t+1).

Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng giá trị trung bình của hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn đã giảm 0,2041 từ 2,7025 trong năm trước niêm yết (t-1) xuống còn 2,4984 trong năm sau niêm yết (t+1), mặc dầu sự giảm sút không lớn. Như vậy, chúng ta có thể nhận xét rằng việc niêm yết cổ phiếu đã không có ảnh hưởng đến của khả năng thanh toán ngắn hạn của các công ty niêm yết trong ngành dược phẩm.

Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy rằng giá trị trung bình của hệ số khả năng thanh toán nhanh đã giảm từ 0,3650 trong năm trước niêm yết (t-1) xuống còn 0,3388 trong năm sau niêm yết (t+1).

Để đánh giá ảnh hưởng của niêm yết đến luồng tiền bài viết sử dụng hai chỉ tiêu: Hệ số đảm nhận nợ của dòng tiền và Hệ số luồng tiền trên tài sản. Kết

quả nghiên cứu cho thấy rằng giá trị trung bình của hệ số đảm nhận nợ của dòng tiền đã tăng 2,0723 từ -2,7613 trong năm trước niêm yết (t-1) lên -0,6890 trong năm sau niêm yết (t+1). Kết quả này phản ánh khả năng tạo tiền của các doanh nghiệp niêm yết về cơ bản đã có sự tăng lên.

Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy rằng giá trị trung bình của hệ số luồng tiền trên tài sản đã giảm từ 0,0478 trong năm trước niêm yết (t-1) xuống còn 0,0406 trong năm sau niêm yết (t+1). Tỷ suất này đo lường tính linh hoạt của tài sản, nên giá trị tỷ suất càng cao phản ánh sự linh hoạt cao của tài sản doanh nghiệp nghiên cứu.

Mặc dầu các chỉ tiêu bình quân phản ánh sự thay đổi qua các mốc thời gian nghiên cứu. Tuy nhiên, kết quả kiểm định Wilcoxon cho thấy sự thay đổi của các chỉ tiêu không có ý nghĩa thống kê.

5.2. Kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của niêm yết đến hiệu quả hoạt động

Để đo lường khả năng sinh lợi bài viết sử dụng bốn chỉ tiêu bao gồm ROA, ROS, ROE, và doanh thu thực. Những chỉ tiêu này phản ánh khả năng sinh lợi của 1 đồng tài sản, của một đồng doanh thu, và của một đồng vốn chủ sở hữu. Giá trị các chỉ tiêu này càng cao phản ánh khả năng sinh lợi của doanh nghiệp càng lớn. Kết quả phân tích và so sánh giá trị trung bình và kiểm định phi tham số được tóm tắt tại Bảng 5.

Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng cả ba chỉ tiêu ROA, ROS, và ROE đều giảm sau niêm yết. Cụ thể là trung bình của ROA giảm 0,75% từ 12,54% trong giai đoạn trước niêm yết xuống còn 11,80% trong giai đoạn sau niêm yết. Giá trị ROS bình quân giảm 0,41% từ 9,80% trong giai đoạn trước niêm yết xuống còn 9,39% trong giai đoạn sau niêm yết. Trong khi đó, giá trị ROE bình quân giảm 4,36% từ 21,78% trong giai đoạn trước niêm yết xuống còn 26,14% trong giai đoạn sau niêm yết. Kết quả nghiên

Bảng 4: Kết quả phân tích ảnh hưởng của niêm yết đến cấu trúc tài chính

Chỉ tiêu	N	t-1	t+1	Thay đổi	Wilcoxon Z (p value)
Hệ số tự tài trợ	13	0,5071	0,5309	0,0238	-0,943 (0,345)
Tỷ suất nợ trên tổng tài sản	13	0,4861	0,4606	-0,0255	-0,874 (0,382)
Hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn	13	2,7025	2,4984	-0,2041	-0,664 (0,507)
Hệ số khả năng thanh toán nhanh	13	0,3650	0,3388	-0,0262	-0,874 (0,382)
Hệ số đảm nhận nợ của dòng tiền	13	-2,7613	-0,6890	2,0723	-0,943 (0,345)
Hệ số luồng tiền trên tài sản	13	0,0478	0,0406	-0,0072	-0,594 (0,552)

cứu này nhất quán với kết quả của những nghiên cứu trước đây và có thể được giải thích là do trong những năm đầu sau khi niêm yết, các công ty thường mở rộng quy mô, ngành nghề kinh doanh nhằm tạo thêm uy tín của công ty cũng như thu hút vốn đầu tư. Tuy nhiên tăng thêm về lợi nhuận ở những năm đầu thường không theo kịp sự gia tăng về tài sản, doanh thu và nguồn vốn nên các tỷ số ROA, ROS và ROE đều có khuynh hướng giảm. Tuy nhiên sự thay đổi giảm không lớn và không có ý nghĩa thống kê.

Để đo lường ảnh hưởng của việc niêm yết cổ phiếu đến doanh thu thực, trong nghiên cứu này nhóm tác giả sử dụng chỉ tiêu doanh thu thực (doanh thu được thu thập từ báo cáo kết quả kinh doanh được điều chỉnh theo tỷ lệ làm phát hàng năm. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng doanh thu thực của các công ty đã có một sự gia tăng sau niêm yết. Cụ thể là trung bình của doanh thu thực đã tăng 260.688 triệu VND từ 664.852 triệu VND trong giai đoạn trước niêm yết lên 925.540 triệu VND trong giai đoạn sau niêm yết. Sự thay đổi của doanh thu thực có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Như vậy, việc niêm yết cổ phiếu đã làm

tăng chỉ tiêu doanh thu thực này ở các công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

6. Khuyến nghị và kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy có sự cải thiện về tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu sau khi niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, mặc dầu sự thay đổi là không thực sự lớn. Đây có thể coi là kết quả của kiểm soát các yếu tố thị trường trực tiếp lên các doanh nghiệp sau khi thực hiện niêm yết. Tuy nhiên, sự thay đổi của các tỷ suất tài chính không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này có thể do mẫu nghiên cứu không lớn, hoặc dữ liệu mới chỉ so sánh giữa hai mốc thời gian một năm sau niêm yết với một năm trước khi niêm yết trong khi sự thay đổi về tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động có thể cần nhiều thời gian hơn. Về lý do cải thiện thì sự thay đổi cơ chế hoạt động sau khi niêm yết có thể là một tác nhân ảnh hưởng tới việc chậm thay đổi tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Với kết quả phản ánh sự thay đổi theo chiều

Bảng 5: Kết quả phân tích ảnh hưởng của niêm yết đến khả năng sinh lợi

Chỉ tiêu	N	t-1	t+1	Thay đổi	Wilcoxon Z (p value)
ROA (%)	13	12,54	11,80	-0,75	-0,524 (0,600)
ROS (%)	13	9,80	9,39	-0,41	-0,245 (0,807)
ROE (%)	13	21,78	26,14	-4,36	-1,083 (0,279)
Doanh thu thực	13	664.852	925.540	260.688	-3.180 (0,001)

hướng tích cực hơn sau khi niêm yết, bài viết đề xuất với các cơ quan chức năng của nhà nước và các doanh nghiệp cần có chế tài hoặc chính sách khuyến khích các doanh nghiệp cổ phần hóa thực hiện niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Các kiến nghị cụ thể gồm:

6.1. Nhà nước cần hoàn thiện hệ thống pháp lý liên quan đến việc cổ phần hóa và niêm yết

Theo báo cáo cuối năm 2016, cả nước đã sắp xếp được 5.950 doanh nghiệp, trong đó cổ phần hóa 4.460 doanh nghiệp. Tuy nhiên, cho tới nay nhiều doanh nghiệp cổ phần hóa trốn tránh việc niêm yết. Điều này gây nên nhiều hệ lụy tiêu cực, một trong số đó là ảnh hưởng tới quyền kiểm soát của các cổ đông hiện hữu và các lực lượng tham gia thị trường khác đối với tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Hữu Hòe, 2016).

Để dần khắc phục tình trạng doanh nghiệp chậm thực hiện nghĩa vụ niêm yết cổ phiếu, Chính phủ, Bộ Tài chính cần đưa ra những quy định mới và cả chế tài xử phạt đối với doanh nghiệp đã cổ phần hóa nhưng chưa niêm yết. Về thực chất chế tài không phải nhằm xử phạt doanh nghiệp, mà quan trọng là nhằm nâng cao ý thức tự tuân thủ của doanh nghiệp, chỉ khi cố tình vi phạm thì mới phải áp dụng chế tài để đảm bảo tính răn đe. Mức xử phạt các doanh nghiệp vi phạm quy định về chậm đưa cổ phiếu lên sàn rất cao, tùy theo thời gian vi phạm dài hay ngắn (Hữu Hòe, 2016).

6.2. Nâng cao chất lượng hoạt động của thị trường chứng khoán

Thực tế cho thấy những biến động trên thị trường chứng khoán hiện nay nhiều khi không dựa trên kết quả kinh doanh thực tế của doanh nghiệp niêm yết mà theo tin đồn hoặc theo phong trào. Vì thế Ủy ban chứng khoán nhà nước cần có những giải pháp nhằm hướng thị trường chứng khoán hoạt động chuyên nghiệp hơn, bằng sự kết hợp đồng bộ các giải pháp, bao gồm:

(1) Gắn kết công tác cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước với việc niêm yết trên thị trường chứng khoán;

(2) Từng bước hoàn thiện các thể chế thị trường chứng khoán và tăng cường năng lực cho các định chế trung gian tham gia thị trường chứng khoán;

(3) Phát triển thị trường chứng khoán trong mối tương quan chặt chẽ với các khu vực khác của thị trường tài chính, nhằm tạo ra sự cân đối vững chắc

trong cấu trúc tài chính để huy động các nguồn lực cho phát triển;

(4) Hoàn thiện hệ thống các văn bản quy phạm pháp luật nhằm tạo lập môi trường pháp luật toàn diện, nhất quán và đồng bộ với các văn bản pháp luật khác, tạo điều kiện thuận lợi cho các chủ thể tham gia thị trường;

(5) Nâng cao vai trò quản lý nhà nước và tăng cường công tác giám sát thị trường nhằm đảm bảo môi trường công bằng, công khai, minh bạch, qua đó giảm thiểu các rủi ro, tạo niềm tin cho nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán;

(6) Tăng cường công tác tuyên truyền, phổ biến kiến thức ra công chúng, giúp các nhà đầu tư có những kiến thức cơ bản về thị trường chứng khoán, giảm bớt tình trạng đầu tư theo phong trào gây nên những biến động lớn và đột ngột của thị trường (Vũ Thị Huyền Trang, 2017).

6.3. Tạo điều kiện để các doanh nghiệp tham gia thị trường chứng khoán

Ủy ban Chứng khoán nhà nước phối hợp với Bộ Tài chính cần sớm xây dựng các cơ chế và chính sách về minh bạch hóa và công khai các thông tin của các tổ chức theo hướng tạo điều kiện cho các doanh nghiệp tham gia vào thị trường chứng khoán. Ủy ban Chứng khoán nhà nước cần phối hợp với các cơ quan chức năng xây dựng kế hoạch đối phó những tin đồn thất thiệt gây ảnh hưởng đến giá cổ phiếu doanh nghiệp; nghiên cứu và sớm hình thành các tổ chức đóng vai trò nhà tạo lập thị trường; kiến nghị Chính phủ tăng thời gian ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp đối với các tổ chức niêm yết (Vũ Thị Huyền Trang, 2017).

6.4. Các doanh nghiệp cần hiểu rõ hơn về những lợi ích của việc niêm yết trên thị trường chứng khoán

Việc tham gia niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán sẽ giúp cho các doanh nghiệp tăng vốn điều lệ một cách thuận lợi hơn. Đồng thời, tham gia niêm yết và phát hành chứng khoán các doanh nghiệp sẽ có cơ hội huy động vốn tập trung, khối lượng lớn phục vụ cho quá trình phát triển. Từ đó, mở rộng quy mô kinh doanh, hiện đại hoá và đáp ứng đầy đủ các chỉ tiêu về an toàn hoạt động đang là điểm yếu của các doanh nghiệp Việt Nam. Tuy nhiên, niêm yết trên thị trường chứng khoán không chỉ là cơ hội mà còn là thách thức đòi hỏi các doanh nghiệp phải hoạt động minh bạch hơn và có hiệu quả, tạo được niềm tin đối với nhà đầu tư. Càng

nhận thức đúng đắn về vấn đề này các doanh nghiệp sẽ càng tận dụng được tốt hơn những lợi ích của việc niêm yết trên thị trường chứng khoán.

6.5. Các doanh nghiệp cần công khai, minh bạch hóa thông tin

Khi tham gia niêm yết, các doanh nghiệp sẽ phải chấp nhận các quy định về minh bạch tài chính và công khai thông tin, giúp khách hàng và các nhà đầu tư có thể kiểm soát hoạt động kinh doanh, tránh được những tác hại xấu khi có biến động hay những thông tin xấu gây tác động tâm lý cho công chúng. Các doanh nghiệp cũng cần mạnh dạn và cởi mở hơn nữa trong công khai tình hình tài chính cũng như hoạt động của mình trên các phương tiện truyền thông. Họ nên chủ động làm như vậy bởi các thông tin này là rất cần thiết để xây dựng lòng tin của khách hàng và nhà đầu tư đối với doanh nghiệp.

6.6. Các doanh nghiệp cần xây dựng phương án sử dụng vốn hợp lý từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động

Khả năng duy trì lòng tin của các cổ đông và nhà đầu tư chính là nhân tố quan trọng nhất cho sự thành công của một doanh nghiệp được niêm yết. Chính vì vậy, việc niêm yết trên thị trường chứng khoán và tăng vốn điều lệ của doanh nghiệp cần đi kèm với việc xây dựng phương án sử dụng vốn phù hợp, nâng cao hiệu quả hoạt động, giảm thiểu rủi ro nhằm duy trì niềm tin của các nhà đầu tư đối với doanh nghiệp.

6.7. Các doanh nghiệp được niêm yết cần tập trung nâng cao năng lực quản trị điều hành

Quản trị doanh nghiệp là hoạt động tổng quát, điều hành mọi vấn đề của doanh nghiệp, như cơ cấu doanh nghiệp, định hướng phát triển, khoa học công nghệ, nhân sự, dây chuyền sản xuất, sản phẩm và quản trị tài chính... Quản trị doanh nghiệp hiệu quả bao hàm cả việc thiết lập tốt mối quan hệ với các bên liên quan, nâng cao khả năng tiếp cận các nguồn vốn, giảm chi phí huy động vốn, từ đó hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp và nâng cao hiệu quả hoạt động (Vũ Thị Huyền Trang, 2017).

Bài viết đánh giá tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua việc thu thập dữ liệu báo cáo tài chính kiểm toán và so sánh giữa hai thời điểm trước và sau niêm yết. Chúng tôi đã phát hiện ra rằng có sự thay đổi về tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động sau khi niêm yết. Sự thay đổi này có thể do sự thay đổi của việc kiểm soát của các lực lượng tham gia thị trường lên các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp được nói riêng. Tuy nhiên bài viết vẫn còn một số tồn tại như mẫu nghiên cứu chưa thực sự lớn, khoảng thời gian so sánh chưa dài, mới chỉ một năm trước khi niêm yết và một năm sau khi niêm yết. Do vậy các kết quả kiểm định thống kê chưa phản ánh ý nghĩa thống kê của các chỉ tiêu so sánh, ngoại trừ chỉ tiêu doanh thu sau khi điều chỉnh lạm phát. Điểm yếu này cũng có thể coi là gợi mở cho nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu sâu hơn trong tương lai.

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.
- Aydogan, A. (2003), 'How sensitive is investment to cashflow when financing is Frictionless?', *The Journal of Finance*, LVIII(2), 707-722.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2002), 'Market Timing and Capital Structure', *The Journal of Finance*, LVII(1), 01-32.
- Boubakri, N. & Cosset, C. (1998), 'The financial and operating performance of newly privatized firms: Evidence from developing countries', *The Journal of Finance*, 53(3), 1081-1110.
- Cai, J. & Wei, J. (1997), 'The investment and operating performance of Japanese initial public offerings', *Pacific-Basin Finance Journal*, 5(4), 389-418.
- 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.
- Hovakimian, A., Hovakimian, G. & Tehranian H. (2004), 'Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues', *Journal of Financial Economics*, 71(3), 517-540.
- Huang, S. & Song, F.M. (2001), 'The Financial and Operating Performance of China's Newly Listed H-firm', *HIEBS*

(Hong Kong Institute of Economics and Business Strategy), Working Paper.

- Hữu Hòa (2016), *Gần 400 doanh nghiệp đã cổ phần hóa... né lên sàn*, truy cập lần cuối ngày 15 tháng 2 năm 2018, từ <<http://tinnhanhchungkhoan.vn/chung-khoan/gan-400-doanh-nghiep-da-co-phan-hoa-ne-len-san-172738.html>>.
- Fama, E. (1967), *Efficient Market Hypothesis*, retrieved on April 13th 2017, from <http://www.morningstar.com/InvGlossary/efficient_market_hypothesis_definition_what_is.aspx>.
- Jain, B.A. & Kini, O. (1994), 'The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms', *Journal of Finance*, 49(5), 1699-1726.
- Kayhan, A. & Titman, S. (2004), *Firms' Histories and Their Capital Structures*, retrieved on February 21st 2018, from <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=552144>.
- Kim, K. A., Kitsabunnarat, P. & Nofsinger, J.R. (2004), 'Ownership and operating performance in an emerging market: Evidence from Thai IPO firms', *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 355-381.
- Kutsuna, K., Okamura, H. & Cowling, M. (2002), 'Ownership structure pre- and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies', *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(2), 163-181.
- Meggison, W.L., Robert C.N. & Randenborgh, M.V. (1994), 'The financial and operating performance of newly privatized firms: An international empirical analysis', *Journal of Finance*, 49(2), 403-452.
- Mikkelsen, W.H., Partch, M.M. & Shah, K. (1997), 'Ownership and operating performance of companies that go public', *Journal of Financial Economics*, 44(3), 281-307.
- Nguyễn Văn Công (2017), *Giáo trình phân tích báo cáo tài chính*, Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân.
- Stephanie, S. (2004), *The operating performance of French IPO firms*, MPRA paper.
- Trương Đông Lộc (2009), 'Ảnh hưởng của việc niêm yết cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí nghiên cứu kinh tế*, 377, 35-42.
- Vijayalakshmia, V. & Srividya, M. (2014), 'A study on financial performance of pharmaceutical industry in India', *Journal of Management and Science*, 4(3), 36-54.
- Wang, X., Xu, L. & Zhu, T. (2004), 'State-owned enterprises going public: The case of China', *Economics of Transition*, 12(3), 467-487.
- Võ Đức Nghiêm (2013), 'Phân tích hiệu quả hoạt động của các Công ty ngành dược trên thị trường chứng khoán Việt Nam', Luận văn thạc sỹ, Đại học Đà Nẵng.
- Vũ Thị Huyền Trang (2017), 'Nghiên cứu ảnh hưởng của việc niêm yết đến tình hình tài chính của các doanh nghiệp dược phẩm trên thị trường chứng khoán Việt Nam', Luận văn thạc sỹ, Đại học Kinh tế Quốc dân.