

# MỘT SỐ VẤN ĐỀ TƯ NHÂN HOÁ DOANH NGHIỆP

Thạc sĩ HỒ VIỆT TIẾN

## 1. Tư nhân hoá

Theo nghĩa hẹp, tư nhân hoá được hiểu là quá trình chuyển đổi pháp lý quyền sở hữu và quyền kiểm soát doanh nghiệp từ nhà nước sang tư nhân. Trước khi trình bày về tư nhân hoá cần thống nhất quan niệm thế nào là một doanh nghiệp được tư nhân hóa? Tư nhân hóa được định nghĩa là một sự chuyển dịch sở hữu mà đa số cổ phần hay vốn chủ sở hữu chuyển từ sở hữu nhà nước hay tập thể sang tư nhân. Tuy nhiên, thứ nhất, sở hữu đa số là một vấn đề. Định nghĩa thông dụng là có trên 50% giá trị doanh nghiệp chuyển sang sở hữu tư nhân. Để có thể chỉ phối quyết định không cần thiết phải chiếm đến 50% giá trị doanh nghiệp. Theo tính toán của các chuyên gia, để chỉ phối quyết định thì sở hữu cần thiết có thể chỉ một vài phần trăm. Thứ hai, tại Belarus hay Trung Quốc, cũng như tại nhiều nước trên thế giới, luật pháp cho phép nhà nước có quyền có cổ phần đặc biệt ("golden share"), người sở hữu cổ phần này có quyền thông qua hay không các quyết định quan trọng của doanh nghiệp đã tư nhân hóa. Với nghĩa rộng, tư nhân hoá còn bao gồm cả quá trình theo đó các doanh nghiệp nhà nước phải thích nghi với điều kiện của kinh tế thị trường ("marketisation" hay "commercialisation" hay "corporatisation") và sự hình thành các doanh nghiệp tư nhân mới.

## 2. Lịch sử đương đại của tư nhân hóa

Lịch sử tư nhân hoá hiện đại thường gắn với tên tuổi của M. Thatcher nhưng thực ra nó đã bắt đầu từ chương trình "phi quốc hữu hoá" sau chiến tranh của Konrad Adenauer tại Cộng hoà Liên bang Đức năm 1961. Trong năm đó, chính phủ Đức bán đa số cổ phần của Volkswagen trong một cuộc chào bán cho công chúng trên thị trường chứng khoán, chủ yếu cho các nhà đầu tư nhỏ. Bốn năm sau đó, chính phủ tung ra một chiến dịch thậm chí còn lớn hơn bằng cách chào bán công cộng cổ phần VEB. Còn ở Anh, khi bắt đầu chương trình tư nhân hoá, chính phủ của Thatcher đã gặp phải sự phản đối từ phía công đoàn của những người lao động. Sau một loạt thành công đầu tiên với British Aerospace, Cable and Wireless, British Telecom, nước Anh đã giảm vai trò của các doanh nghiệp nhà nước từ 10% GDP năm 1979 xuống gần như không đáng kể năm 1987. Mục đích của chương trình tư nhân hoá ở Anh nhằm đạt tới: (1) tăng thu nhập cho nhà nước; (2) thúc đẩy hiệu quả kinh tế của doanh nghiệp; (3) giảm bớt gánh nặng tài trợ của nhà nước; (4)

mở mang sở hữu tư nhân; (5) tạo cơ hội cho cạnh tranh; (6) áp đặt kỷ luật thị trường đối với các doanh nghiệp nhà nước. Các nước Tây Âu khác cũng nhanh chóng noi gương nước Anh. Trong đó nổi bật nhất là nước Pháp. Làn sóng tư nhân hoá cuối thập niên 80 đã chuyển sang khu vực tư nhân ít nhất 22 công ty với 12 tỷ USD. Làn sóng thứ hai vào thập niên 90 đã ghi một kỷ lục trong lịch sử tư nhân hoá ở Pháp với trường hợp France Telecom, trị giá 7,1 tỷ USD (Megginson and Netter, 1998).

Tại châu Á, Nhật Bản hầu như chỉ bán đi một vài doanh nghiệp nhà nước thực sự mạnh trong suốt 12 năm qua, nhưng đó là những doanh nghiệp khổng lồ. Chỉ trong vòng 21 tháng, công ty NTT của Nhật đã chào bán cho công chúng trên thị trường chứng khoán 80 tỷ USD, chỉ riêng đợt tháng 10.1987 đã chào bán 40 tỷ USD, đến nay vẫn là đợt chào bán cho khu vực tư nhân lớn nhất trong lịch sử (Megginson and Netter, 1998).

Tư nhân hoá ở khu vực Châu Mỹ Latinh cũng rất mạnh mẽ. Điển hình nhất là Mexico, cả về quy mô lẫn mức độ thành công của tư nhân hoá đã làm biến đổi sâu sắc một nền kinh tế rất nặng về sự can thiệp của nhà nước. Trong khi năm 1982, các doanh nghiệp nhà nước Mexico sản xuất ra 14% GDP, nhận tài trợ 12,7% GDP, và sử dụng 38% đầu tư tài sản cố định, thì đến năm 1992, chính phủ đã tư nhân hoá 361 trong tổng số khoảng 1200 doanh nghiệp nhà nước, còn hỗ trợ của chính phủ gần như bị loại bỏ (Megginson and Netter, 1998).

## 3. Xu hướng tư nhân hoá trên thế giới

Lần đầu tiên kể từ năm 1994, hoạt động tư nhân hoá giảm mạnh năm 1998, từ 153,8 tỷ USD năm 1997 giảm xuống còn 114,5 tỷ, tương đương với mức giảm 26%. Tư nhân hoá tại các nước OECD đạt 86 tỷ USD, chiếm 75% khối lượng tư nhân hoá toàn cầu, so với 62% năm 1997. Chỉ riêng các nước thành viên của OECD thuộc châu Âu đã chiếm một nửa khối lượng toàn cầu, 2/3 khối lượng của toàn bộ OECD. Cụ thể hơn, nếu chỉ kể tư nhân hoá tại 3 nước Pháp, Tây Ban Nha, Ý đã chiếm 1/2 khối lượng tư nhân hoá của OECD. Tại các nước không thuộc OECD, quy mô tư nhân hoá giảm mạnh, còn 28,5 tỷ USD năm 1998 (chỉ gần bằng 1/2 khối lượng năm 1997), chiếm 25% khối lượng toàn cầu. Nhưng trong đó chủ yếu là tư nhân hoá tại Brazil, với 25,5 tỷ USD, và riêng Telebras đã đem lại 19 tỷ USD (OECD, 1999).

Cơ cấu lĩnh vực tư nhân hoá thay đổi theo từng năm. Tuy nhiên, điểm tương đồng lớn nhất giữa các nước OECD và không OECD là ở chỗ khu vực viễn thông luôn là khu vực có giá trị tư nhân hoá lớn nhất. Năm 1998, tư nhân hoá viễn thông đạt 45 tỷ USD, mặc dù giảm 14% so với năm 1997, nhưng vẫn chiếm 40% tổng khối lượng tư nhân hoá. Tại các nước OECD, viễn thông chiếm hơn 1/3 tổng thu từ tư nhân hoá, trong khi đó tại các nước không thuộc OECD, con số này là 60%. Lĩnh vực thứ 2 và 3 của tư nhân hoá là khu vực dịch vụ tài chính, công ích xã hội (bao gồm cả năng lượng) (OECD, 1999).

## 4. Tác động kinh tế của tư nhân hoá

Tư nhân hoá làm giảm vai trò của các doanh nghiệp nhà nước trong việc đóng góp vào GDP. Tại các nước OECD, trong khi năm 1978, các doanh nghiệp nhà nước thuộc OECD làm ra 9% GDP thì nó chỉ còn đóng góp 7% năm 1991 và khoảng 5% năm 1998 (Megginson and Netter, 1998). Trong khi đó tại các nước đang phát triển, trừ các nước chuyển đổi sẽ được đề cập sau, vai trò của các doanh nghiệp nhà nước đầu tiên có xu hướng giảm chậm và về sau còn có chiều hướng tăng lên, từ 10% lên 11% GDP năm 1998. Tại các nước Châu Mỹ Latinh cũng như tại châu Á, con số này giảm đáng kể, trong khi đó nó tăng mạnh tại Châu Phi, lên đến 13%. Đã thế, tại các nước đang phát triển, con số trên đây vẫn chưa đo lường hết vai trò của doanh nghiệp nhà nước bởi vì người ta thường bỏ qua vai trò nhà nước trong nông nghiệp và các doanh nghiệp dịch vụ tài chính. Lý do làm cho vai trò các doanh nghiệp nhà nước tăng lên tại các nước này là do các doanh nghiệp nhà nước sản xuất các hàng hoá và dịch vụ mà khu vực tư nhân không quan tâm lắm vì ít mang lại lợi nhuận. Nói khác đi, chính phủ đứng ra đảm nhiệm những khu vực phi lợi nhuận, tức là muốn mang lại lợi ích tốt nhất cho các công dân. Tuy nhiên nhiều nghiên cứu khác cho thấy một vài người hoạt động trong lĩnh vực chính trị chính trị nhân hoá bởi vì họ không muốn từ bỏ khả năng thu lợi cá nhân dưới các hình thức khác nhau từ các doanh nghiệp nhà nước.

Ảnh hưởng của tư nhân hoá đến thị trường chứng khoán: Về phương diện quy mô vốn, 75 trong 1000 công ty niêm yết lớn nhất thế giới và 29 trong số 100 công ty niêm yết lớn nhất tại các thị trường mới nổi là các công ty tư nhân hoá. Tổng giá trị thị trường của những công ty này lên đến 1683 tỷ USD, tức là 9,74% giá trị tổng cộng của top 1000 và top 100 công ty kể trên. Nhưng nếu không tính Mỹ thì vai trò của các công ty tư nhân hoá này còn lớn hơn: 20,1% giá trị thị trường của những công ty thuộc top 1000 thế giới và top 100 của các thị trường mới nổi. Mặt khác, các công ty tư nhân hoá là các công ty có quy mô vốn lớn nhất tại thị trường chứng khoán của Nhật, Ý, Pháp, Tây Ban

Nha, Nga, Brasil, Úc, Singapore, Hongkong, Trung Quốc, Mexico và Bồ Đào Nha, chúng chiếm vị trí thứ hai tại Đức và Anh, cả thứ nhất và thứ hai tại Pháp, Ý, cả thứ nhất và thứ ba tại Tây Ban Nha. Về phương diện phát hành cổ phiếu, 18 vụ phát hành lớn nhất trong lịch sử, 33 trên 38 vụ phát hành lớn nhất xảy ra khi tư nhân hoá. Có ít nhất 112 vụ phát hành từ tư nhân hoá lớn hơn 1 tỷ USD, 27 vụ có khối lượng phát hành lớn hơn vụ phát hành lớn nhất trong lịch sử Mỹ (4,4 tỷ USD của Conoco, 1998), 17 vụ có khối lượng phát hành trên 7 tỷ USD. Chỉ trong vòng 2 năm 1997 và 1998 đã có 630 vụ phát hành từ tư nhân hoá đem lại cho các chính phủ 500 tỷ USD (Megginson và Netter, 1998).

##### 5. Tại sao các chính phủ trên thế giới theo đuổi chính sách tư nhân hoá

Lý do đầu tiên khiến các chính phủ trên thế giới theo đuổi chính sách tư nhân hoá là thu nhập cho chính phủ. Theo Goodman và Loveman (1991), năm 1990, tiền bán các doanh nghiệp nhà nước thu được đạt đỉnh cao 185 tỷ USD, và từ năm 1977 đến 1997, không tính các vụ tư nhân hoá đại trà tại các nền kinh tế chuyển đổi, tiền thu từ bán các doanh nghiệp nhà nước lên đến khoảng 670 tỷ. Quy mô tư nhân hoá trung bình mỗi năm của những năm cuối 1990 vượt con số 100 tỷ USD. Người ta ước tính giá trị toàn bộ các vụ tư nhân hoá trong vòng 20 năm tới sẽ vào khoảng 6000 tỷ, hơn một nửa trong số đó là từ Đông Âu và Trung Quốc. Nhưng có lẽ lý do được nhiều chính phủ theo đuổi là làm giảm gánh nặng ngân sách dùng tài trợ cho các doanh nghiệp nhà nước và nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp này. Do vậy đã có nhiều lý luận cả trong chính trị lẫn trong kinh tế đều cố gắng chứng minh rằng doanh nghiệp tư nhân hiệu quả hơn các doanh nghiệp nhà nước.

##### 6. So sánh doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân

Trở lại lịch sử, ngay sau Thế chiến 2, các nhà chính trị tranh luận rất nhiều về việc nhà nước điều hành nền kinh tế như thế nào và lĩnh vực nào nên giữ sở hữu nhà nước. Trước khi có những cải cách của Thatcher 1979, người ta cho rằng nhà nước nên kiểm soát ít nhất là những lĩnh vực viễn thông, dịch vụ bưu điện, điện năng và gas, các hình thức giao thông không phải đường bộ như đường sắt, hàng không, và một vài ngành công nghiệp được gọi là "chiến lược" như luyện kim, công nghiệp quốc phòng. Tại rất nhiều nước, ngân hàng là lĩnh vực sở hữu độc quyền của nhà nước. Tình hình đó là một thách thức đối với chính phủ của Thatcher và trào lưu tư nhân hoá sau đó. Vào những năm 80 đã có nhiều công trình nghiên cứu cổ vũ cho sở hữu nhà nước, rằng vấn đề chỉ là ở chỗ cải cách nó như thế nào, giảm bớt các chi phí xã hội của nó... chứ không phải

là tư nhân hoá. Một số nhà nghiên cứu khác chứng minh rằng các doanh nghiệp nhà nước không nhất thiết đứng đầu các doanh nghiệp có hiệu quả nghèo nàn.

Trong khi đó, một số nghiên cứu khác, tiêu biểu là Joseph E. Stiglitz tuy không ủng hộ sở hữu nhà nước nhưng lại cho rằng mỗi hình thức sở hữu, nhà nước hay tư nhân đều có các ưu điểm và nhược điểm riêng.

Người đề cao thị trường hơn nhà nước trong việc phân bổ nguồn lực đầu tiên phải kể đến Adam Smith. Một trong những học giả có những đánh giá đáng chú ý về sở hữu nhà nước là Janos Kornai, với khái niệm nổi tiếng "kỷ luật ngân sách lỏng lẻo" (soft budget constraint) (Kornai, 1994), tức là các doanh nghiệp nhà nước sử dụng ngân sách khá thoải mái, thiếu thì viện đến nhà nước hoặc trả thuê chậm, hoặc triển hạn các khoản nợ ngân hàng, hay tình trạng nợ tồn đọng kéo dài giữa các doanh nghiệp... Sau này có rất nhiều người đi sâu nghiên cứu chính sách thay thế áp dụng đối với các doanh nghiệp nhà nước thời kỳ kinh tế chuyển đổi là "kỷ luật ngân sách nghiêm ngặt" (hard budget constraint)...

Để đánh giá doanh nghiệp nhà nước, người ta phải so sánh hiệu quả của nó so với doanh nghiệp tư nhân. Thông qua 500 doanh nghiệp lớn của Mỹ, Boardman và Vining (1989) chứng minh rằng cả doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp hỗn hợp (cả sở hữu nhà nước và sở hữu tư nhân) đều có hiệu quả thấp hơn sở hữu tư nhân hoàn toàn, điều đó cho thấy, trong điều kiện kinh tế Mỹ, thay đổi sở hữu hoàn toàn từ nhà nước sang tư nhân mới có tác dụng tăng cường hiệu quả. Dewenter và Malatesta (1998) sử dụng một mẫu 500 doanh nghiệp lớn đa quốc gia để kiểm tra về dài hạn các biến số về suất lợi nhuận, mức độ sử dụng lao động và mức độ nợ các năm 1975, 1985 và 1995 cho thấy các doanh nghiệp tư nhân có suất lợi nhuận cao hơn rõ rệt, sử dụng ít lao động hơn và ít nợ hơn. Một số tác giả sử dụng mẫu là các doanh nghiệp trong cùng một ngành công nghiệp, hay Majumdar (1996) với mẫu là các doanh nghiệp trong cùng một nước là Ấn Độ đều cho thấy hiệu quả hơn hẳn của doanh nghiệp tư nhân so với doanh nghiệp nhà nước. Điểm tổng hợp đánh giá hiệu quả của các doanh nghiệp nhà nước trong khoảng 0,638 đến 0,658, trong khi đó doanh nghiệp tư nhân có điểm trung bình là 0,975 (Majumdar, 1996).

##### 7. Các nghiên cứu thực nghiệm về quan hệ giữa hiệu quả và tư nhân hoá trong một ngành công nghiệp và trong một nước

Newberry và Pollitt (1997) so sánh hiệu quả của các công ty tư nhân hoá với hiệu quả của chính các công ty này nếu giả định giữ nguyên sở hữu nhà nước. Họ tìm thấy mức tăng hiệu quả đáng kể trên các chỉ tiêu như chi phí giảm 5% một năm, tương đương với mức tăng 40% tỷ suất lợi nhuận trên tổng vốn.

Eckel, Eckel và Singal (1997) khảo sát ảnh hưởng của vụ tư nhân hoá British Airways (B.A.) năm 1987 đối với giá cổ phiếu của các đối thủ cạnh tranh và giá vé trên những đường bay mà B.A. cạnh tranh trực tiếp với các công ty hàng không nước ngoài. Kết quả là giá cổ phiếu của các công ty hàng không cạnh tranh Mỹ giảm trung bình 7% do vụ tư nhân hoá này, còn giá vận chuyển hàng không của Mỹ trên các tuyến này giảm 14,3%. Điều đó có nghĩa là sau các đối thủ lo sợ rằng sau tư nhân hoá, B.A. sẽ hiệu quả hơn và có tính cạnh tranh hơn. Dùng phương pháp tương tự với vụ tư nhân hoá Air Canada, các tác giả không tìm thấy ảnh hưởng đáng kể đối với thị trường chứng khoán cũng như thị trường vận tải hàng không Mỹ bởi vì Air Canada không phải đối thủ cạnh tranh trực tiếp đáng kể của các công ty Mỹ. Với thị trường Canada, giá cả hàng không không giảm trong giai đoạn tư nhân hoá một phần (57%), chỉ giảm khi Air Canada tư nhân hoá hoàn toàn 100%.

Barberis et al. (1996) nghiên cứu một mẫu 452 cửa hàng nhỏ của Nga, hình thành từ tư nhân hoá đầu những năm 1990. Họ chú ý kiểm định các yếu tố ảnh hưởng đến xác suất mà các cửa hàng này tái cơ cấu. Họ đã chứng minh rằng chủ sở hữu mới và giám đốc mới thúc đẩy tái cơ cấu, trong khi cấp miễn phí cổ phiếu cho các công nhân không khuyến khích xu hướng này. Như thế, kết luận là nguồn vốn nhân lực mới có tác dụng thúc đẩy cải cách. Claessens, Djankov, và Pohl (1997) sử dụng hệ số Tobin-Q (tỷ số giữa giá thị trường và thư giá) để đo hiệu quả và nhận thấy rằng sự tập trung hoá sở hữu sau tư nhân hoá là yếu tố làm tăng giá trị doanh nghiệp và tỷ suất lợi nhuận của 706 doanh nghiệp CH Czech giai đoạn 1991-1992.

LaPorta và Lopez-de-Silanes (1997) lại dùng tỷ suất lợi nhuận ròng trên doanh thu để đo hiệu quả tư nhân hoá. Trước khi tư nhân hoá, 218 doanh nghiệp Mexico lỗ nặng, luôn có sự hỗ trợ của nhà nước, sau khi tư nhân hoá, tỷ suất này đã tăng thêm 39,9%, đạt đến mức +27%. Các doanh nghiệp tư nhân hoá trong mẫu này giảm nhân công xuống còn một nửa, doanh thu tăng 54,3%. Ramamurti (1997) còn chứng minh rằng tư nhân hoá công ty đường sắt quốc gia Argentina làm tăng năng suất lên 370%, còn nhân công giảm 78,7%, tài trợ của chính phủ giảm xuống 0, chi phí vốn đầu tư còn 1/3...

##### 8. Các nghiên cứu thực nghiệm về quan hệ giữa hiệu quả và tư nhân hoá trong nhiều ngành công nghiệp và trong nhiều nước

Frydman, Gray, Hessel và Rapaczynski (1998) đã so sánh hiệu quả của một mẫu gồm 128 doanh nghiệp tư nhân hoá với 90 doanh nghiệp nhà nước tại CH Czech, Hungary và Ba Lan từ 1990 đến 1993. Các tác giả này đã cố gắng loại bỏ những sai lệch do chọn mẫu mà các nghiên cứu khác hay gặp phải, đó

là tính đặc thù của các doanh nghiệp tư nhân hoá có thể rất khác với các doanh nghiệp còn giữ sở hữu nhà nước dùng để đối chiếu. Họ đã chứng minh rằng tư nhân hoá làm tăng hiệu quả, tác dụng này ảnh hưởng đặc biệt nhanh chóng đối với các vụ tư nhân hoá hướng đến chủ sở hữu bên ngoài. Mặt khác, tuy không tìm thấy ảnh hưởng đáng kể đến việc làm song nếu doanh nghiệp được bán cho các chủ sở hữu nước ngoài thì sa thải nhân công ít hẳn đi một cách đáng kể. Pohl, Anderson, Claessens và Djankov (1997) sử dụng một mẫu khổng lồ hơn thế nhiều: 6.300 doanh nghiệp tại 7 nước Châu Âu khác nhau, thời kỳ 1992-1995. Với 6 chỉ tiêu để đo hiệu quả họ đã tìm ra kết luận rằng sau 4 năm tư nhân hoá, mức tăng trung bình năng suất lao động cao hơn từ 3-5 lần so với mức tăng tại các doanh nghiệp nhà nước tương tự.

Dewenter và Malatesta (1998) lại đề nghị đo hiệu quả của 63 công ty có đầy đủ thông tin cả trong ngắn hạn và dài hạn, từ -10, -3, -1 năm đến +1, +3 và +5 năm. Kết luận rút ra là suất lợi nhuận ròng (do bằng lợi nhuận ròng/doanh thu) tăng đáng kể, tỷ lệ nợ/vốn và mức độ sử dụng lao động giảm đáng kể. Lợi nhuận trước thuế và chi phí tài chính cũng tăng trước khi tư nhân hoá, và được các tác giả giải thích rằng nhà nước chủ trương tái cơ cấu trước khi tư nhân hoá nhằm tăng khả năng bán các doanh nghiệp này.

Có 3 công trình nghiên cứu được Megginson và Netter (1998) tổng hợp trong bài báo của mình, với tổng cộng có 204 doanh nghiệp tại 41 nước, trong đó có 98 doanh nghiệp tại 16 nước phát triển và 106 doanh nghiệp tại 25 nước đang phát triển. Điều đáng lưu ý là kết quả của cả ba công trình này khá đồng nhất. Thứ nhất, suất lợi tức, tính bằng tỷ lệ lợi nhuận ròng trên doanh thu, tăng từ 8,4% lên 12,4%, trong các mẫu đó đều có từ 63% đến 72% doanh nghiệp có suất lợi tức tăng. Các kiểm định thống kê đều cho kết quả khẳng định với sai số dưới 1%. Thứ hai, chỉ số hiệu quả, tính dựa trên doanh thu thực tế mà mỗi nhân công làm ra (đã khử lạm phát). Chỉ số này vào những năm -3 đến -1 trung bình đạt 97,3% của doanh thu năm số 0 (năm thực hiện tư nhân hoá), đã tăng lên trung bình đạt 177,1% doanh thu năm số 0 cho những năm +1 đến +3. Có từ 80% đến 88% doanh nghiệp mà ở đó quan sát được chỉ số hiệu quả tăng lên. Thứ ba, chi phí dành cho đầu tư tăng từ 12,3% doanh thu trước tư nhân hoá lên 18,7% sau tư nhân hoá. Trong khi đó doanh thu tăng từ 94,3% giai đoạn trước (vấn so với năm số 0) lên 170,5% giai đoạn sau tư nhân hoá. Thứ tư, về sử dụng lao động, cả ba công trình đều cho thấy trung vị về lao động dường như không đổi. Thứ năm, đòn cân nợ, đo bằng tỷ lệ giữa tổng nợ và tổng tài sản, giảm đáng kể sau tư nhân hoá, trong đó có từ 63 đến 73%

doanh nghiệp giảm mức nợ. Trung bình tỷ lệ nợ trên tổng tài sản là 0,48 trước tư nhân hoá và 0,44 sau tư nhân hoá. Cuối cùng có hai công trình quan tâm đến chi trả cổ tức và cho thấy rằng mức cổ tức từ 2,3% doanh thu trước tư nhân hoá lên 4,4% doanh thu sau tư nhân hoá. Xu hướng này đúng với hơn 80% doanh nghiệp trong 2 mẫu.

Tóm lại các nghiên cứu theo hai hướng trên đây (một nước hay nhiều nước, một ngành hay nhiều ngành) đã khảo sát hàng ngàn doanh nghiệp tại 50 nước khác nhau tại hầu hết các ngành công nghiệp, cho thấy tư nhân hoá làm tăng hiệu quả trên các phương diện doanh thu, suất lợi nhuận và hiệu quả sử dụng nguồn lực. Đại đa số cũng tìm thấy xu hướng tăng mức đầu tư và xu hướng giảm tỷ lệ nợ / tổng vốn.

Một số nghiên cứu lo lắng với sai lệch do lựa chọn, nghĩa là nhà nước lựa chọn các doanh nghiệp có chất lượng tốt để tư nhân hoá, do vậy hiệu quả hậu tư nhân hoá của các doanh nghiệp này không biết là do tư nhân hoá hay là do nó đã tốt từ trước khi tư nhân hoá. Để giải quyết vấn đề này, người ta đã so sánh hiệu quả của doanh nghiệp tư nhân hoá trước và sau tư nhân hoá để loại bỏ sai lệch do lựa chọn, hoặc sử dụng các kỹ thuật khác nhau để làm giảm nhẹ sai lệch này. Tuy nhiên các nghiên cứu này đều kết luận rằng tư nhân hoá luôn đồng hành với các doanh nghiệp có hiệu quả tốt nhất, đặc biệt khi không phải là tư nhân hoá hàng loạt, bởi khi tư nhân hoá hàng loạt thì khả năng lựa chọn sẽ giảm xuống nhiều.

#### 9. Các phương pháp tư nhân hoá

Đối với chính phủ, thật không dễ dàng khi phải quyết định tư nhân hoá bằng phương pháp nào, các doanh nghiệp cần tư nhân hoá đại trà hoặc từng bước, cần phải tái cơ cấu rồi mới tư nhân hoá hay bán hạ giá chúng, có nên cho các nhà đầu tư nước ngoài tham gia, nếu có thì ở mức nào. Mặc dù nói chung tư nhân hoá làm tăng cường hiệu quả, nhưng tư nhân hoá bằng các phương pháp khác nhau lại đem lại kết quả khác nhau, đôi khi trái ngược nhau. Việc lựa chọn phương pháp tư nhân hoá tùy thuộc vào đặc điểm của từng nước, vào sự phát triển thị trường tài chính, khung luật pháp, quy mô và tính chất của doanh nghiệp sẽ tư nhân hoá và mục tiêu của chương trình tư nhân hoá.

Lý do nào khiến các chính phủ lựa chọn giữa bán trực tiếp và chào bán cho công chúng trên thị trường chứng khoán. Bảng cách khảo sát 1.389 trường hợp tư nhân hoá, trong đó có 558 công ty với giá trị 417,5 tỷ USD được chào bán và 831 công ty với giá trị 176 tỷ USD được bán trực tiếp, một số tác giả đã chứng minh được rằng các công ty sẽ được chào bán trên thị trường chứng khoán khi có giá trị lớn, khi thị trường cổ phiếu quốc gia phát triển, và khi thu nhập bình quân đầu người của quốc gia đó tương đối cao, còn các công ty sẽ được bán trực tiếp khi thu

nhập tính theo đầu người của nước sở tại thấp và khi mức thâm thủng ngân sách của chính phủ cao (xem bảng sau) (Megginson & Netter, 1998).

**Bảng 1: Đặc trưng các công ty được bán trực tiếp hoặc được chào bán cho công chúng trên thị trường chứng khoán**

|                                                           | Chào bán cho công chúng | Bán trực tiếp |
|-----------------------------------------------------------|-------------------------|---------------|
| Số vụ tư nhân hoá                                         | 558                     | 831           |
| Số quốc gia                                               | 58                      | 71            |
| Phần trăm vốn được bán (trung vị)                         | 44% (39%)               | 71% (70%)     |
| Khối lượng vốn trung bình được bán (triệu USD) (trung vị) | 7,48 (137,5)            | 212 (19,5)    |
| Tổng khối lượng vốn được bán (triệu USD)                  | 417532                  | 176088        |

(Nguồn: Megginson & Netter, 1998)

Chính vì thế, hiện nay phương pháp chào bán cho công chúng trên thị trường chứng khoán được sử dụng nhiều nhất, nhất là tại các nước phát triển (OECD), và chiếm hơn một nửa tổng giá trị tư nhân hoá toàn cầu năm 1998. Nó đòi hỏi phải tái cơ cấu trước khi tư nhân hoá và thị trường chứng khoán phát triển, nó tương thích với các công ty lớn. Còn các nước chưa đạt được những yêu cầu đó, và các công ty có quy mô nhỏ hơn thì sử dụng thường xuyên hơn phương pháp bán trực tiếp. Tại các nước không thuộc OECD, chào bán qua thị trường chứng khoán năm 1998 chỉ chiếm 10% khối lượng tư nhân hoá trong khi bán trực tiếp chiếm 2/3 khối lượng này (OECD, 1999).

Trong khi thực hiện chào bán cổ phiếu của các công ty tư nhân hoá trên thị trường chứng khoán, người ta khảo sát thấy rằng đa số chính phủ có xu hướng định dưới giá các cổ phần của các công ty tư nhân hoá và cán bộ công nhân viên trung bình được phân bổ 91% cổ phiếu của các công ty này (Megginson và Netter, 1998). Xu hướng chung hiện nay, tại các nước OECD, vai trò của các nhà đầu tư nội địa ngày càng quan trọng hơn các nhà đầu tư quốc tế, nhất là khi có các vụ chào bán cho công chúng trên thị trường chứng khoán. Các nhà đầu tư nội địa thực hiện 80% khối lượng chào bán cho công chúng trên thị trường chứng khoán và hơn 50% khối lượng bán trực tiếp. Mặt khác cũng tại các nước này, các nhà đầu tư lẻ mua nhiều hơn các định chế tài chính và các nhà đầu tư chiến lược khác trong các vụ tư nhân hoá (OECD, 1999).

#### 10. Kết luận

Trên đây chỉ là một số vấn đề về tư nhân hoá hiện nay. Chúng tôi không hy vọng và cũng không đủ năng lực để giải quyết tất cả mà chỉ hy vọng bằng cách tổng hợp các nghiên cứu, gợi mở một số vấn đề với những ai quan tâm. Và chẳng, gợi mở cũng là một trong các chức năng của khoa học ■