

CỔ PHẦN HÓA

GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THÀNH PHẦN KINH TẾ TƯ NHÂN

MỘT NGHIÊN CỨU TRÊN ĐỊA BÀN TP.HCM

TS. VÕ THỊ QUÝ*

Nghiên cứu này đo lường sự tác động của cổ phần hoá lên sự tăng trưởng của các công ty nhà nước (CTNN) cổ phần hoá, một bộ phận của thành phần kinh tế tư nhân. Sự tăng trưởng của doanh nghiệp được đo lường thông qua kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh trước và sau cổ phần hoá của 63 công ty nhà nước, trong đó 50% đã cổ phần hoá năm 2004 trên địa bàn TP.HCM. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra sự gia tăng đáng kể về lợi nhuận, doanh thu bán hàng, lao động, thu nhập của người lao động và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp được khảo sát. Áp dụng phương pháp phân tích khác biệt trong khác biệt (DID) để so sánh kết quả hoạt động của CTNN và CTNN cổ phần hoá cùng thời kỳ, và kết quả cho thấy CTNN cổ phần hoá phát triển tốt hơn. Hay nói cách khác, cổ phần hoá đã tác động tích cực đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Phân tích hồi quy cũng chỉ ra rằng quy mô doanh nghiệp, sở hữu nhà nước và loại hình doanh nghiệp là các yếu tố có ảnh hưởng đến kết quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu đã khẳng định sự đúng đắn của chủ trương cổ phần hoá các CTNN của Chính phủ VN, đồng thời cung cấp thêm một bằng chứng về sự tác động của cơ cấu sở hữu lên kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh. Kết quả nghiên cứu là một tham khảo tốt cho các nhà quản trị doanh nghiệp và các nhà hoạch định chính sách đổi mới CTNN.

Giới thiệu vấn đề nghiên cứu

Từ Đại hội Đảng VI (1986) Chính phủ đã chủ trương đẩy mạnh cải cách và đổi mới doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước (nay được gọi là công ty nhà nước) nhằm phát huy vai trò chủ đạo của thành phần kinh tế nhà nước trong nền kinh tế quốc dân. Từ đó đến nay, cổ phần hoá CTNN được xem là một trong các giải pháp quan trọng của quá trình chuyển đổi nền kinh tế nước ta từ cơ chế kế hoạch hóa tập trung sang cơ chế định hướng thị trường. Giảm tỷ lệ sở hữu của nhà nước trong các CTNN được coi như là một giải pháp có tính chiến lược nhằm khắc phục những mặt khiếm khuyết, yếu kém vốn có của cơ chế bao cấp trong doanh nghiệp, huy động được thêm vốn từ khu vực tư nhân, tạo động lực và cơ chế quản lý năng động

để phát triển, nâng cao năng lực và hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Từ khi thực hiện chính sách kinh tế mở đến nay nền kinh tế nước ta đã không ngừng tăng trưởng với tốc độ cao và đạt được nhiều thành tựu kinh tế - xã hội đáng kể và được thừa nhận rộng rãi trên bình diện quốc tế. Các thành phần kinh tế trong nền kinh tế quốc dân không ngừng lớn mạnh, đặc biệt là khu vực kinh tế tư nhân bao gồm CTNN cổ phần hoá đã góp phần đáng kể vào thu nhập quốc dân của cả nước. Một câu hỏi được đặt ra là quá trình chuyển đổi cơ cấu sở hữu CTNN thông qua cổ phần hoá có phải là tác nhân của sự tăng trưởng của CTNN cổ phần hoá hay sự phát triển của nhóm doanh nghiệp này là do tác động chung của sự tăng trưởng kinh tế VN trong

TÁI CẤU TRÚC KHU VỰC KINH TẾ NHÀ NƯỚC

bối cảnh hội nhập quốc tế? Để tìm câu trả lời cho câu hỏi trên, nghiên cứu này xem xét tác động của tiến trình cổ phần hoá của các CTNN bằng cách so sánh kết quả kinh doanh của CTNN và CTNN cổ phần hoá, so sánh tốc độ tăng trưởng của CTNN cổ phần hoá giai đoạn trước và sau khi thực hiện cổ phần hoá, và xác định các yếu tố tác động lên kết quả kinh doanh của CTNN sau khi cổ phần hoá.

Tóm tắt kết quả của một số nghiên cứu có liên quan

Trên thế giới đã có rất nhiều nghiên cứu được tiến hành để kiểm tra tác động của tư nhân hóa (hay cổ phần hoá ở nước ta) đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp bằng cách so sánh kết quả tài chính và hoạt động của doanh nghiệp trước và sau khi tư nhân hóa hay cổ phần hoá. Nhìn chung, các nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng vững chắc là cổ phần hoá cải thiện đáng kể kết quả tài chính và hoạt động của các doanh nghiệp. Cụ thể, lợi nhuận, sản lượng bán hàng, năng suất lao động và mức đầu tư tăng đáng kể sau khi cổ phần hoá. Ngoài ra, các nghiên cứu này cũng chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính đã giảm đáng kể sau khi cổ phần hoá. Tuy nhiên, tác động của cổ phần hoá lên sự gia tăng việc làm là không rõ ràng. Thật vậy, nghiên cứu của Boubakri và Cosset (1998) chỉ ra rằng việc làm tăng lên đáng kể trong khi Megginson và cộng sự (1994), D'Souza và Megginson (1999), D'Souza và cộng sự (2001) tìm thấy sự thay đổi không đáng kể trong việc làm sau khi cổ phần hoá. Mặt khác, La Porta và López-de-Silanes (1999), Harper (2002) lại cho thấy sự sụt giảm đáng kể việc làm trong thời kỳ sau cổ phần hoá.

Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Từ lý thuyết về tư nhân hóa và kết quả của các nghiên cứu có liên quan, nghiên cứu này đã tiến hành kiểm định các giả thuyết sau:

H₁: Kết quả kinh doanh của các CTNN cổ phần hoá cao hơn kết quả kinh doanh của CTNN cùng thời kỳ.

H₂: Kết quả kinh doanh của CTNN sau cổ phần hoá cao hơn trước khi cổ phần hoá.

H₃: Các yếu tố như quy mô doanh nghiệp, ban giám đốc có người đại diện vốn nhà nước hay không, tỉ lệ sở hữu nhà nước và ngành tác động có ý nghĩa đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Các biến nghiên cứu được đo lường như sau:

- Biến phụ thuộc là biến kết quả kinh doanh được đo lường với thang đo gồm 6 biến: tỉ số lợi nhuận trên tài sản, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, lợi nhuận biên, doanh thu bán hàng, số lao động, và thu nhập bình quân người lao động.

- Biến kiểm soát có ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp được trình bày trong Bảng 1.

Mô hình nghiên cứu tác động của các biến độc lập lên biến phụ thuộc là mô hình hồi quy đường thẳng và có dạng như sau:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{SIZE} + \beta_2 \text{OWNERSHIP} + \beta_3 \text{DIRECTOR} + \beta_4 \text{IND} + \varepsilon$$

Trong đó Y là tỉ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA), tỉ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), lợi nhuận biên (PM), doanh thu bán hàng (DTBH), số lao động (LĐ), và thu nhập người lao động (TNLĐ).

Bảng 1. Định nghĩa các biến kiểm soát

Biến	Ký hiệu	Phương pháp đo lường
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Là log của trung bình doanh thu bán hàng.
Tỉ lệ sở hữu nhà nước	OWNERSHIP	Là phần trăm sở hữu của Nhà nước tại thời điểm cổ phần hoá.
Ban giám đốc	DIRECTOR	Là biến giả, bằng 1 nếu giám đốc là người đại diện vốn nhà nước, khác bằng 0.
Ngành	IND	Là biến giả, bằng 1 nếu là doanh nghiệp thương mại hoặc/và dịch vụ, khác bằng 0.

Phương pháp nghiên cứu

Các công cụ thống kê sau đây được sử dụng để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu trên:

- Phương pháp DID (Difference-In-Difference)

Phương pháp DID được sử dụng để trả lời các câu hỏi về nghiên cứu chính sách, lần đầu tiên được thực hiện bởi Ashenfelter và Card (1985), và sau đó trở nên phổ biến. Thiết kế nghiên cứu đơn giản là quan sát một tiêu chí nào đó của hai mẫu trong hai khoảng thời gian khác nhau. Một nhóm được tiếp xúc với sự thay đổi của chính sách trong giai đoạn thứ hai nhưng không phải trong giai đoạn đầu tiên. Nhóm thứ hai thì không được tiếp xúc với sự thay đổi này trong cả hai giai đoạn.

TÁI CẤU TRÚC KHU VỰC KINH TẾ NHÀ NƯỚC

Như vậy, ta có sự khác biệt giữa nhóm thứ nhất và nhóm thứ hai. Sau khi áp dụng chính sách, ta lại có sự khác biệt giữa hai giai đoạn của nhóm thứ nhất. Phương pháp này đo lường hai sự khác biệt đó nên được gọi là phương pháp DID. Cụ thể, trong nghiên cứu này ta có hai nhóm là các CTNN được cổ phần hoá và CTNN được quan sát trong hai giai đoạn là trước và sau khi cổ phần hoá ở khu vực TP.HCM. Như vậy ở đây yếu tố chính sách là cổ phần hoá.

- Kiểm định Wilcoxon Signed-Rank Test

Kiểm định Wilcoxon Signed-Rank Test được sử dụng khi có một biến quan sát bị tác động bởi yếu tố bên ngoài làm thay đổi nó. Từ đó biến được chia ra làm hai phần, phần trước khi bị tác động và phần sau khi bị tác động. Đây là kiểm định phi tham số nên mẫu được kiểm định không cần tuân theo phân phối chuẩn, tuy nhiên có một giả định quan trọng là chỉ có một yếu tố tác động lên mẫu tại một thời điểm nào đó, nếu hiện tượng “nhiều loạn” xảy ra thì kiểm định này không còn phù hợp. Kiểm định này dùng để xác định có hay không sự khác biệt về kết quả hoạt động của các CTNN trước và sau khi thực hiện cổ phần hoá, nghĩa là nó được sử dụng để trả lời giả thuyết 2. Khi tiến hành kiểm định phải lưu ý một điều là để loại bỏ yếu tố làm phát khởi kiểm định thì phải chiết khấu các chỉ số thích hợp với suất chiết khấu là chỉ số lạm phát hàng năm. Cụ thể, các biến cần phải loại bỏ yếu tố lạm phát là lợi nhuận, doanh thu bán hàng và thu nhập của lao động. Các biến biểu thị dưới dạng phần trăm không cần kể đến lạm phát. Các bước để thực hiện Wilcoxon Signed-Rank Test:

- Đặt giả thiết H_0 là giá trị trung bình của hai mẫu bằng nhau.

$$H_0: \text{Median}_{\text{sau}} = \text{Median}_{\text{trước}}$$

$$H_a: \text{Median}_{\text{sau}} > \text{Median}_{\text{trước}}$$

- Chọn mức ý nghĩa là: $\alpha = 0,05$ (5%).

- Tiêu chí để bác bỏ giả thiết H_0 : $p\text{-value} \leq 0,05$.

- Tính p-value. Nếu kiểm định một phía thì $p\text{-value} = \text{Asymp. Sig. (2-tailed)} / 2$, kiểm định hai phía thì $p\text{-value} = \text{Asymp. Sig. (2-tailed)}$.

- So sánh p-value và 0,05.

- Rút ra kết luận. Nếu $p\text{-value} \leq 0,05$ thì bác bỏ giả thiết H_0 , nghĩa là thật sự trung vị của hai mẫu là khác nhau.

- Kiểm định phi tham số Mann-Whitney Test

Kiểm định Mann-Whitney Test là kiểm định phi tham số (phân phối của mẫu không cần là phân phối chuẩn) dùng để so sánh hai nhóm dữ liệu của các mẫu độc lập. Kiểm định này thay thế cho kiểm định độc lập t-test, khi các giả định bình thường hay phương sai bằng nhau không đạt được. Giống như các kiểm định phi tham số khác, kiểm định này sử dụng thứ hạng của dữ liệu là để đánh giá tính toán thống kê. Kiểm định này dùng để xác định có hay không sự khác biệt của kết quả hoạt động của các CTNN cổ phần hoá và CTNN trước và sau khi cổ phần hoá. Từ đó rút ra kết luận rằng kết quả hoạt động của các CTNN cổ phần hoá có thật sự được cải thiện chứ không phải phát triển theo đà phát triển của thị trường. Các bước để kiểm định Mann-Whitney Test:

- Đặt giả thiết H_0 là trung vị của hai mẫu bằng nhau.

$$H_0: \text{Median}_{\text{DNCPH}} = \text{Median}_{\text{DNNN}}$$

$$H_a: \text{Median}_{\text{DNCPH}} > \text{Median}_{\text{DNNN}}$$

- Chọn mức ý nghĩa là: $\alpha = 0,05$ (5%).

- Tiêu chí để bác bỏ giả thiết H_0 : $p\text{-value} \leq 0,05$.

- Tính p-value. Kiểm định một phía thì $p\text{-value} = \text{Asymp. Sig. (2-tailed)} / 2$. Kiểm định hai phía thì $p\text{-value} = \text{Asymp. Sig. (2-tailed)}$.

- So sánh p-value và 0,05.

- Rút ra kết luận. Nếu $p\text{-value} \leq 0,05$ thì bác bỏ giả thiết H_0 , nghĩa là thật sự trung vị của hai mẫu là khác nhau.

Thu thập dữ liệu

Số liệu được thu thập từ Chi cục Thuế TP.HCM, số lượng mẫu là 63 công ty có vốn nhà nước đóng trên địa bàn TP.HCM, trong đó có 31 CTNN được cổ phần hoá vào năm 2004 và 32 doanh nghiệp là CTNN chưa được cổ phần hoá. Kỳ phân tích là 7 năm từ 2001 đến 2007 được chọn nhằm loại bỏ tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Các dữ liệu nghiên cứu chủ yếu được tính toán dựa trên báo cáo tài chính của các doanh nghiệp đã nộp lên Chi cục Thuế TP. HCM từ 2001 đến 2007.

Kết quả nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu lần lượt được trình bày trong các Bảng 2, 3 và 4 dưới đây:

TÁI CẤU TRÚC KHU VỰC KINH TẾ NHÀ NƯỚC

Bảng 2. Thống kê mô tả các phần tử của kết quả hoạt động

Các chỉ số	Đơn vị tính	Trước cổ phần hoá		Sau cổ phần hoá		Asymp. Sig. (2-tailed)
		Trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Độ lệch chuẩn	
ROA	%	4,94	5,09	20,14	36,29	0,000
ROE	%	27,80	62,04	33,01	28,06	0,003
PM	%	5,97	5,86	12,94	13,37	0,000
DTBH	Triệu đồng	269.394	439.966	445.062	925.055	0,000
LĐ	Người	136	121	155	158	0,098
TNLD	Triệu đồng	2,64	1,13	2,98	1,18	0,000

Bảng 3. Thống kê thứ hạng các phần tử của kết quả hoạt động (N=31)

Các chỉ số	Loại so sánh	N	Trung bình thứ hạng (Mean Rank)
ROA _{sau} – ROA _{trước}	Thứ hạng âm	3	6,67
	Thứ hạng dương	28	17,00
	Bằng nhau	0	
ROE _{sau} – ROE _{trước}	Thứ hạng âm	8	12,00
	Thứ hạng dương	23	17,39
	Bằng nhau	0	
PM _{sau} – PM _{trước}	Thứ hạng âm	5	11,60
	Thứ hạng dương	26	16,85
	Bằng nhau	0	
	Thứ hạng dương	30	16,10
	Bằng nhau	0	
	Thứ hạng dương	28	17,29
	Bằng nhau	0	
DTBH _{sau} – DTBH _{trước}	Thứ hạng âm	3	14,67
	Thứ hạng dương	28	16,14
	Bằng nhau	0	
LD _{sau} – LD _{trước}	Thứ hạng âm	12	13,62
	Thứ hạng dương	19	17,50
	Bằng nhau	0	
TNLD _{sau} – TNLD _{trước}	Thứ hạng âm	7	13,71
	Thứ hạng dương	24	16,67
	Bằng nhau	0	
	Thứ hạng dương	14	13,21
	Bằng nhau	0	

Như vậy, để trả lời cho giả thuyết 2 kiểm định phi tham số Wilcoxon Signed-Rank Test được sử dụng và cho p-value có ý nghĩa. Do đó có thể kết luận rằng cổ phần hoá tác động lên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Kết quả cũng cho thấy độ chênh lệch trong kết quả kinh doanh của CTNN cổ phần hoá trước và sau năm 2004 (năm cổ phần hoá).

Để kiểm định giả thiết 1, phép kiểm định phi tham số Mann-Whitney Test được sử dụng để so sánh sự khác biệt về kết quả hoạt động giữa CTNN và CTNN cổ phần hoá có ý nghĩa thống kê hay không. Tuy nhiên, để lượng hóa sự khác biệt, ta phải tiến hành lại kiểm định phi tham số Wilcoxon Signed-Rank Test với mẫu là CTNN trong giai đoạn trước và sau năm 2004. Từ đây ta có được độ chênh lệch trong kết quả kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước trước và sau năm 2004. Hiệu của hai độ chênh lệch chính là sự khác biệt do quá trình cổ phần hoá mang lại đối với CTNN cổ phần hoá.

Vì các công ty cùng hoạt động ở TP.HCM trong cùng một khoảng thời gian nên việc thực hiện kiểm định này đã loại bỏ các yếu tố thời gian và kinh tế vĩ mô giữa hai nhóm doanh nghiệp. Đó chính là các yếu tố về kinh tế, chính trị, xã hội, pháp luật. Kết quả được trình bày trong Bảng 4, và Bảng 5 như sau:

Bảng 4. Kết quả kiểm định sự khác biệt trong kết quả hoạt động của CTNN và CTNN cổ phần hoá.

	ROA	ROE	PM	DTBH	LD	TNLD
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,00	0,00	0,06	0,91	0,00	0,00

TÁI CẤU TRÚC KHU VỰC KINH TẾ NHÀ NƯỚC

Bảng 5. Kết quả bảng thứ hạng của kiểm định Mann-Whitney về so sánh sự khác biệt của CTNN và CTNN cổ phần hoá

	Loại hình doanh nghiệp	N=378	Trung bình thứ hạng	Tổng trung bình thứ hạng
ROA	CTNN	192	163,96	31.481
	CTNN cổ phần hoá	186	215,86	40.150
ROE	CTNN	192	154,49	29.663
	CTNN cổ phần hoá	186	225,63	41.968
PM	CTNN	192	179,07	34.381
	CTNN cổ phần hoá	186	200,27	37.250
DTBH	CTNN	192	188,91	36.271
	CTNN cổ phần hoá	186	190,11	35.360
LD	CTNN	192	214,81	41.244
	CTNN cổ phần hoá	186	163,37	30.387
TNLD	CTNN	192	162,33	31.167,5
	CTNN cổ phần hoá	186	217,55	40.463,5

Kết quả các giá trị trung bình tổng hợp từ việc so sánh trước và sau cổ phần thể hiện trong Bảng 5 như sau:

Bảng 6. Thống kê độ lệch của kết quả hoạt động trước và sau cổ phần hoá

	Doanh nghiệp cổ phần			Doanh nghiệp nhà nước		
	Trước	Sau	Độ lệch	Trước	Sau	Độ lệch
ROA	4,95	20,14	15,19	6,52	7,29	0,77
ROE	27,80	33,01	5,21	9,23	12,29	3,06
PM	5,97	12,94	6,97	6,30	8,51	2,21
DTBH	269,394	445,062	175,667	325,118	285,850	-39,268
LD	135,7	154,6	18,9	220,8	226,3	5,5
TNLD	2,6	2,98	0,38	1,97	2,42	0,45

Từ các kết quả trên có thể đưa ra một vài kết luận:

Thứ nhất, CTNN cổ phần hoá có kết quả hoạt động cao hơn so với CTNN trong mẫu quan sát giai đoạn từ 2001 đến 2007. Dựa vào hiệu của độ lệch ta thấy, nếu bỏ qua các yếu tố về kinh tế vĩ mô thì quá trình cổ phần hoá có góp phần mang lại sự tăng 14,43% cho ROA, 2,16% cho ROE và 4,76% lợi nhuận biên.

Thứ hai, doanh thu bán hàng tăng nhưng không có ý nghĩa thống kê. Lao động của doanh nghiệp cổ phần tăng 13,41 người, có ý nghĩa thống kê. Thu nhập của lao động giảm 0,07 triệu so với doanh nghiệp nhà nước.

Bảng 7. Thống kê các giá trị p-value và dấu của hệ số beta trong các phương trình hồi quy

Biến quan sát	ROA	ROE	PM	DTBH	LD	TNLD
SIZE	0,06	0,8	0,54	0,01	0,44	0,45
	-	-	-	+	-	-
OWNER-SHIP	0,14	0,18	0,49	0,70	0,68	0,13
	-	-	-	+	-	+
DIRECTOR	0,97	0,28	0,96	0,64	0,95	0,34
	+	+	+	+	-	-
IND	0,54	0,45	0,31	0,19	0,69	0,01
	-	+	+	-	-	+

Quy mô công ty (SIZE) ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê đến ROA và doanh thu bán hàng ở mức ý nghĩa lần lượt là 1% và 5%. Biến OWNERSHIP ảnh hưởng đến ROA có ý nghĩa thống kê với hệ số âm, có nghĩa là nếu Nhà nước sở hữu cổ phần càng nhiều hơn thì ROA của doanh nghiệp sẽ càng giảm. Bên cạnh đó, biến DIRECTOR không có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê với các biến kết

quả hoạt động, nghĩa là về mặt thống kê thì việc ảnh hưởng của người đại diện vốn cổ phần nhà nước là không đáng kể. Cuối cùng, biến INDN ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê với thu nhập lao động. Thu nhập của người lao động trong doanh nghiệp thương mại và dịch vụ sẽ cao hơn các ngành khác.

Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu này đã cung cấp một bằng chứng về sự tác động

TÁI CẤU TRÚC KHU VỰC KINH TẾ NHÀ NƯỚC

của cổ phần hoá lên kết quả kinh doanh của các CTNN ở VN. Lợi nhuận, doanh thu bán hàng thực tế, và thu nhập của nhân viên tăng đáng kể sau cổ phần hoá. Những phát hiện này phù hợp với kết quả của các nghiên cứu thực nghiệm cho rằng các doanh nghiệp trở nên có nhiều lợi nhuận hơn và hiệu quả hơn sau cổ phần hoá. Trong trường hợp của VN, sau khi cổ phần hoá, Nhà nước và các nhân viên trong doanh nghiệp vẫn nắm giữ phần lớn cổ phần trong doanh nghiệp nhưng vẫn thể hiện một sự cải thiện đáng kể trong kinh doanh, trong khi ở một số nghiên cứu khác, hầu hết doanh nghiệp cải thiện hiệu quả kinh doanh đều liên quan đến việc nắm giữ cổ phần cao của các cổ đông bên ngoài doanh nghiệp (Earle và Estrin, 1996).

Kết quả nghiên cứu này cũng phù hợp với kết quả nghiên cứu của Megginson và cộng sự (1994), Boubakri và Cosset (1998), và D'Souza và Megginson (1999), cho thấy tăng việc làm ở các CTNN sau khi cổ phần hoá, mặc dù mức tăng không mang ý nghĩa thống kê. Phát hiện này đi ngược với các mô hình Boycko và cộng sự (1996), cho rằng các tác động tích cực của cổ phần hoá lên doanh nghiệp dựa trên mấu chốt là khắc phục tình trạng sử dụng lao động dư thừa. Một lời giải thích hợp lý cho việc tăng việc làm này ở các CTNN cổ phần hoá tại VN có thể là do sự gia tăng quy mô hoạt động, được phản ánh qua sự gia tăng doanh thu bán hàng của CTNN cổ phần hoá. Bên cạnh đó, thu nhập của người lao động cũng tăng đáng kể. Vì vậy có thể cho rằng cổ phần hoá đã giúp cải thiện đáng kể hoạt động của CTNN, và điều này có được là do tác động của sở hữu tư nhân trong CTNN.

Dựa trên các phương trình hồi quy ở trên, các yếu tố ảnh hưởng đến cổ phần hoá cũng được khám phá. Các kết quả hồi quy mặt cắt ngang cho thấy ảnh hưởng đáng kể một cách tiêu cực của quy mô công ty về việc thay đổi ROA, do đó hỗ trợ cho giả thuyết rằng các công ty nhỏ hơn có thể được linh hoạt hơn trong quá trình cơ cấu lại sau khi tư nhân hoá để tạo ra nhiều lợi nhuận trên tài sản hơn. Mặt khác, quy mô doanh nghiệp thể hiện tác động tích cực có ý nghĩa thống kê về sự thay đổi doanh thu bán hàng của các doanh nghiệp cổ phần hoá ở VN. Tiếp theo, quy mô doanh nghiệp được phát hiện như là yếu tố quyết định quan trọng cho sự cải tiến năng suất hoạt động của các công ty sau khi cổ phần hoá. Cuối cùng, các phân

tích hồi quy cho thấy phần trăm cổ phần mà Nhà nước nắm giữ càng nhiều tương ứng với tỉ lệ lợi nhuận trên tài sản giảm.

Nhìn chung, kết quả nghiên cứu đã chứng minh tính đúng đắn của chủ trương phát triển kinh tế tư nhân, trong đó cổ phần hoá CTNN là một tiến trình không thể tách rời và đã mang lại các kết quả đáng khích lệ. Quá trình đó đã cải thiện đáng kể kết quả hoạt động của các CTNN sau cổ phần hoá. Từ đó, tác giả đề xuất tỉ lệ vốn nhà nước nên giảm dần, hoặc Nhà nước không nên tham gia đầu tư vào các doanh nghiệp quy mô nhỏ và vừa, không thuộc các ngành kinh tế trọng yếu. Ngoài ra, để thúc đẩy sự tăng trưởng kinh tế bền vững dựa trên nền tảng của sự cải thiện kết quả hoạt động, Chính phủ và các ban ngành có liên quan nên thúc đẩy nhanh chóng quá trình cổ phần hoá vốn đã bị trì trệ từ vài năm qua ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Ahmed Nawaz Hakro and Muhammad Akram (2009), "Pre-Post Performance Assessment of Privatization Process in Pakistan", *International Review of Business Research Papers*.
2. Alejandro Micco, Ugo Panizza and Monica Yanez (2004), "Bank Ownership and Performance", *Inter - American Development Bank*.
3. Bala Ramasamy, Darryl Ong and Matthew C. H. Yeung (2005), "Firm Size, Ownership and Performance in the Malaysian Palm Oil Industry", *Journal of Accounting and Finance*, Asian Academy of Management.
4. Boubakri, Narjess and Jean-Claude Cosset (1998), "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries", *Journal of Finance* 53.
5. Caesar Cheelo and Themba Munalula (2005), "The Impact of Privatization on Firm Performance in Zambia", *University of Zambia Department of Economics*.