



Tác động của cổ phần hóa đến hiệu quả hoạt động sau cổ phần hóa của các doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam

NGUYỄN VĂN TÂN ^{a,*}, TRỊNH QUỐC TRUNG ^b

^a Trường Đại học Quốc tế Miền Đông

^b Trường Đại học Kinh tế - Luật – Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 14/9/2018 Ngày nhận lại: 04/12/2018 Duyệt đăng: 04/12/2018 Mã phân loại JEL: G34, P31, L29 Từ khóa: Cổ phần hóa; Tư nhân hóa; Hiệu quả hoạt động; Kỹ thuật so sánh điểm xu hướng; PSM; Doanh nghiệp nhà nước.	Nghiên cứu này nhằm cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của chính sách cổ phần hóa đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa tại Việt Nam. Với việc lựa chọn 47 doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa tại Việt Nam vào năm 2013 và 146 doanh nghiệp nhà nước không cổ phần hóa trong cùng giai đoạn từ số liệu khảo sát của Tổng cục Thống kê Việt Nam, nhóm tác giả kết luận cổ phần hóa nói chung không giúp các doanh nghiệp nhà nước hoạt động hiệu quả hơn khi xem xét trong mối tương quan với các doanh nghiệp không cổ phần hóa cùng giai đoạn. Đây là nghiên cứu đầu tiên kết hợp sử dụng phương pháp so sánh có – không có (thông qua kỹ thuật so sánh điểm xu hướng) và phương pháp hồi quy có trọng số nhằm đánh giá tác động của cổ phần hóa đối với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa tại Việt Nam. Abstract This research aims to provide empirical evidence on the impact of equitization policy on firm performance of equitized state-owned enterprises (SOEs) after equitization in Vietnam. With the selection of 47 equitized SOEs in Vietnam in 2013 and 146 non-equitized SOEs over the same period based on survey data of Vietnamese General Statistics Office, the authors conclude that equitization generally does not help equitized SOEs perform better when considered in relation to non-

* Tác giả liên hệ.

Email: tan.nguyen@eiu.edu.vn (Nguyễn Văn Tân), tqtrung@uel.edu.vn (Trịnh Quốc Trung).

Trích dẫn bài viết: Nguyễn Văn Tân, & Trịnh Quốc Trung. (2018). Tác động của cổ phần hóa đến hiệu quả hoạt động sau cổ phần hóa của các doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh châu Á*, 29(9), 19–35.

Keywords:

Equitization;
Privatization;
Firm performance;
Propensity score
matching method;
PSM;
State-owned enterprises.

equitized SOEs over the same period. This study is the first one combining the pre-post comparison method (through propensity score matching technique) and the weighted regression method to examine the impact of equitization on firm performance of equitized SOEs after equitization in Vietnam.

1. Giới thiệu

Theo Megginson và cộng sự (1994), tư nhân hóa là việc bán tài sản của đơn vị kinh tế nhà nước cho đơn vị tư nhân. Tư nhân hóa giúp phân bổ lại nguồn lực của các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) nhờ sự tham gia của sở hữu tư nhân. Tại Việt Nam, Nhà nước thường dùng thuật ngữ “cổ phần hóa” thay vì thuật ngữ “tư nhân hóa” bởi vì cổ phần hóa tại Việt Nam là quá trình chuyển giao tài sản của DNNN sang đơn vị tư nhân, nhưng Nhà nước vẫn giữ lại quyền sở hữu trong một số trường hợp.

Quá trình tư nhân hóa doanh nghiệp bắt đầu tại Tây Đức vào năm 1957 dưới sự chỉ đạo của Thủ tướng Tây Đức (Konrad Adenauer). Tiếp theo, Thủ tướng Anh (Margaret Thatcher) đã tiếp tục thực hiện tư nhân hóa tại Anh vào đầu thập niên 80. Từ đó đến nay, quá trình tư nhân hóa được thực hiện rộng rãi tại các quốc gia Đông Âu, Trung Quốc... Quá trình tư nhân hóa tại Trung Quốc được tiến hành từ năm 1978 đến nay và đã đạt được một số thành tựu nhất định. Với đặc điểm tương đồng về thể chế chính trị, điều kiện môi trường kinh tế với Trung Quốc, Việt Nam đã tiến hành cổ phần hóa DNNN và học hỏi một số kinh nghiệm từ quá trình tư nhân hóa tại Trung Quốc như: Chính sách thúc đẩy quá trình cổ phần hóa, quy trình cổ phần hóa...

Theo thống kê của Ban Chỉ đạo Đổi mới và Phát triển Doanh nghiệp (2016), cổ phần hóa DNNN được tiến hành thông qua ba giai đoạn: (1) Giai đoạn thứ nhất diễn ra từ năm 1992 đến năm 2000 với 558 doanh nghiệp thực hiện cổ phần hóa; (2) Giai đoạn tiếp theo từ năm 2001 đến năm 2007 gồm 3.021 doanh nghiệp; (3) Giai đoạn thứ ba kéo dài từ năm 2008 đến nay, nhưng số lượng doanh nghiệp tham gia cổ phần hóa cũng giảm mạnh trong giai đoạn này. Các DNNN chậm cổ phần hóa là do các DNNN có quy mô vừa và nhỏ tiến hành cổ phần hóa sớm hơn trong hai giai đoạn đầu, giai đoạn thứ ba chủ yếu gồm các DNNN có quy mô lớn còn lại chưa được cổ phần hóa. Như vậy, nguyên nhân nào khác dẫn đến việc các DNNN không tham gia cổ phần hóa? Liệu khi so với các DNNN không cổ phần hóa trong cùng giai đoạn, cổ phần hóa có giúp các DNNN cổ phần hóa hoạt động hiệu quả hơn không? Ngoài ra, các DNNN tham gia cổ phần hóa chậm là do phần lớn chưa thu hút đầu tư của các nhà đầu tư tư nhân - những nhà đầu tư quan tâm liệu các DNNN có hoạt động hiệu quả hơn sau cổ phần hóa hay không.

Đã có một số nghiên cứu đánh giá tác động của tư nhân hóa đối với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp, tiêu biểu như: Megginson và cộng sự (1994), Pohl và cộng sự (1997), Frydman và cộng sự (1999), Claessens và Djankov (2002), Boubakri và cộng sự (2005), Boubakri và Cosset (1998), Zhang và cộng sự (2012). Nhìn chung, các nghiên cứu này đều khẳng định tư nhân hóa giúp các doanh

ngành hoạt động hiệu quả hơn, đặc biệt là khi so sánh với các doanh nghiệp không tham gia tư nhân hóa trong cùng giai đoạn. Các nghiên cứu tại Việt Nam cũng có nhiều kết luận trái chiều về tác động của cổ phần hóa đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, như: Duong Nhu Hung và cộng sự (2017), Truong Dong Loc và cộng sự (2006), Truong Dong Loc và Ngo My Tran (2016) đều cho rằng cổ phần hóa giúp các doanh nghiệp tại Việt Nam hoạt động hiệu quả hơn, đặc biệt về khả năng sinh lời; Ngo My Tran và cộng sự (2015), Nguyen Ton Nhan và Tran Hung Son (2017) cho rằng các doanh nghiệp cổ phần hóa có hiệu quả hoạt động tốt hơn các doanh nghiệp không tham gia cổ phần hóa trong cùng giai đoạn; trong khi đó, nghiên cứu của Pham (2017) lại cho rằng các doanh nghiệp Việt Nam sau cổ phần hóa không cải thiện nhiều về hiệu quả hoạt động, trong đó, khả năng sinh lời giảm do các doanh nghiệp Việt Nam sau cổ phần hóa còn chưa thích nghi được với môi trường kinh doanh trong những năm đầu tiên. Trên thực tế, các DNNN trong những năm gần đây rất tri trệ tham gia cổ phần hóa, điều này đặt ra vấn đề liệu cổ phần hóa có giúp các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả tốt hơn hay không. Ngoài ra, các nghiên cứu trước đây có một số hạn chế về phương pháp, thậm chí áp dụng các phương pháp khác nhau dẫn đến kết luận khác nhau về tác động của cổ phần hóa đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại các quốc gia và tại Việt Nam. Chính vì vậy, nghiên cứu này đề xuất sử dụng phương pháp mới giúp đánh giá chính xác hơn tác động của cổ phần hóa đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại Việt Nam.

Các tác giả Megginson và cộng sự (1994), Pohl và cộng sự (1997), Frydman và cộng sự (1999), Claessens và Djankov (2002), Zhang và cộng sự (2012), Duong Nhu Hung và cộng sự (2017)... chủ yếu sử dụng phương pháp so sánh trước – sau (so sánh các chỉ số hiệu quả hoạt động doanh nghiệp cổ phần hóa giữa hai giai đoạn trước và sau cổ phần hóa), phương pháp có – không có (kỹ thuật so sánh điểm xu hướng¹ để xác định hai nhóm doanh nghiệp cổ phần hóa và không cổ phần hóa cùng giai đoạn có cùng một số đặc điểm, sau đó đánh giá tác động của cổ phần hóa đến các chỉ số hiệu quả hoạt động) và phương pháp hồi quy. Tuy nhiên, các nghiên cứu của Duong Nhu Hung và cộng sự (2017), Truong Dong Loc và cộng sự (2006), Truong Dong Loc và Ngo My Tran (2016) có một số hạn chế nhất định: (1) Chỉ dùng tiêu chí năm thành lập doanh nghiệp và quy mô để xác định điểm xu hướng khi so sánh với các doanh nghiệp không cổ phần hóa cùng giai đoạn nên việc so sánh có thể không chính xác do có thể so sánh giữa hai doanh nghiệp khác ngành với nhau; (2) Nghiên cứu của Ngo My Tran và cộng sự (2015) không áp dụng phương pháp so sánh điểm xu hướng trước khi áp dụng phương pháp hồi quy nên không chọn ra được các doanh nghiệp cổ phần hóa và doanh nghiệp không cổ phần hóa có các điểm tương đồng trong cùng giai đoạn để phân tích hồi quy dẫn đến các kết luận thiếu chính xác; (3) Theo Hirano và cộng sự (2003), việc áp dụng phương pháp hồi quy có trọng số được tính dựa trên điểm xu hướng giúp các hệ số ước lượng chính xác hơn. Nghiên cứu này đóng góp về mặt phương pháp và thực tiễn khi áp dụng phương pháp mới để trả lời câu hỏi liệu cổ phần hóa thực sự có giúp DNNN hoạt động hiệu quả hơn hay không khi xem xét trong mối tương quan với các doanh nghiệp không cổ phần hóa cùng giai đoạn.

¹ Kỹ thuật so sánh điểm xu hướng (PSM) giúp thiết lập hai nhóm so sánh dựa trên các đặc điểm chung giống nhau, hai nhóm này được gọi là nhóm tham gia và nhóm đối chứng. Kỹ thuật này có ý nghĩa quan trọng trong việc loại bỏ những sai số trong chọn mẫu, tức là loại bỏ các đối tượng thuộc nhóm đối chứng không có cùng các đặc điểm chung với các đối tượng thuộc nhóm tham gia (Khandker & cộng sự, 2009).

Bố cục của nghiên cứu này gồm 6 phần: (1) Giới thiệu; (2) Cơ sở lý thuyết; (3) Phương pháp nghiên cứu; (4) Kết quả nghiên cứu; (5) Kiểm định giả thuyết nghiên cứu và thảo luận; và (6) Kết luận và hàm ý chính sách.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Các lý thuyết liên quan

Hiện nay, các nhà nghiên cứu trên thế giới đã đề xuất nhiều lý thuyết giải thích về vai trò của tư nhân hóa đối với hiệu quả hoạt động của DNNN, trong đó có lý thuyết về lựa chọn công, lý thuyết về quyền sở hữu và lý thuyết về lợi thế cạnh tranh.

Tullock và Buchanan (1972) là người đề xuất lý thuyết sự lựa chọn công để giải thích cho lợi ích của quá trình tư nhân hóa. Lý thuyết này cho rằng các DNNN hoạt động kém hiệu quả là vì các doanh nghiệp này hoạt động với mục tiêu chính trị, mục tiêu của các nhà quản lý DNNN trong vận hành DNNN nhằm củng cố quyền lực của họ mà không đặt nhiệm vụ tối đa hóa lợi nhuận làm trọng tâm (Tullock & Buchanan, 1972). Lý thuyết cũng nhận định việc tư nhân hóa các doanh nghiệp này là cần thiết nhằm thay đổi mục tiêu hoạt động của các doanh nghiệp thông qua việc trao quyền sở hữu cho các đơn vị kinh tế tư nhân nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động (Shleifer & Vishny, 1994).

Nội dung của lý thuyết về quyền sở hữu được xây dựng dựa trên nền tảng lợi thế về sở hữu của các đơn vị tư nhân, lý thuyết này cho rằng doanh nghiệp tư nhân (DNTN) có kinh nghiệm hơn các đơn vị nhà nước khi ra quyết định và hoạt động hiệu quả hơn các DNNN mặc dù các doanh nghiệp đó hoạt động trong cùng một môi trường ngành giống nhau. Alchian và Demsetz (1973) là những tác giả đầu tiên đề xuất lý thuyết quyền sở hữu. Sau đó, Demsetz (1983) đóng vai trò là người phát triển lý thuyết này. de Alessi (1983) nhận định sự khác biệt về lợi thế sở hữu của DNNN và tư nhân sẽ không còn nếu DNNN tham gia quá trình tư nhân hóa.

Lý thuyết về lợi thế cạnh tranh của Porter (1990) cho rằng các doanh nghiệp trong mỗi ngành nghề khác nhau sẽ phải đối mặt với môi trường cạnh tranh rất khác nhau. Theo Porter (1990), các yếu tố ảnh hưởng đến tính cạnh tranh của ngành gồm: Yếu tố nhân lực, nguồn lực hữu hình, kiến thức, tài chính... Chính vì vậy, doanh nghiệp thuộc các ngành cạnh tranh khác nhau sẽ phải đối mặt với mức độ cạnh tranh không giống nhau và chính điều này ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Sheshinski và López-Calva (2003), Megginson và cộng sự (1994) cho rằng các doanh nghiệp thuộc những ngành cạnh tranh cao sẽ có những cải thiện đáng kể trong hiệu quả hoạt động sau tư nhân hóa.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Các nghiên cứu thực nghiệm trước đây của một số tác giả như Boubakri và Cosset (1998), D'Souza và Megginson (1999) sử dụng các tiêu chí đo lường của Megginson và cộng sự (1994) để đo lường hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, các tiêu chí này bao gồm: (1) Khả năng sinh lời (ROE, ROA, ROS); (2) hiệu quả vận hành (doanh số/số lao động, lợi nhuận ròng/số lao động); (3) đầu tư vốn (chi phí vốn/doanh số, chi phí vốn/tổng tài sản); (4) sản lượng (doanh số/chi số giá hàng tiêu dùng); (5) lao động (tổng số lao động); (6) chỉ số đòn bẩy (tổng nợ/tổng tài sản, nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu); và (7) chi trả (cổ tức tiền mặt/doanh số, cổ tức tiền mặt/lợi nhuận ròng). Boubakri và Cosset

(1998) cũng vận dụng 7 chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động doanh nghiệp này khi nghiên cứu tại các nước đang phát triển. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả không sử dụng tiêu chí chỉ trả cổ tức vì đa phần các doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt Nam không tiến hành niêm yết ngay sau cổ phần hóa như các quốc gia khác, ngoài ra, nghiên cứu cũng không dùng chỉ tiêu nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu, đầu tư vốn vì hạn chế về dữ liệu. Do đó, các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động doanh nghiệp được đề xuất như sau: (1) Khả năng sinh lời (gồm các chỉ số ROE, ROA, ROS); (2) hiệu quả vận hành (doanh số/số lao động, lợi nhuận ròng/số lao động); (3) tốc độ tăng sản lượng (tốc độ tăng doanh số); (4) lao động (tổng số lao động); và (5) chỉ số đòn bẩy (tổng nợ/tổng tài sản). Tác giả không sử dụng doanh số thực mà thay vào đó là sử dụng tốc độ tăng doanh số thực vì sẽ phản ánh tốt hơn về khả năng tăng trưởng doanh số của doanh nghiệp thay vì dùng giá trị tuyệt đối của doanh thu thực.

Lý thuyết lựa chọn công cho rằng các DNNN hoạt động chủ yếu với mục tiêu chính trị. Ngoài ra, lý thuyết về quyền sở hữu cũng cho rằng các đơn vị DNTN có kinh nghiệm hơn các đơn vị nhà nước trong việc ra quyết định và hoạt động hiệu quả hơn các DNNN mặc dù các doanh nghiệp đó hoạt động trong cùng một môi trường ngành giống nhau. Megginson và cộng sự (1994) cho thấy tư nhân hóa giúp các DNNN hoạt động tốt hơn về khả năng sinh lời (ROE, ROA, ROS) và hiệu quả vận hành (hiệu quả về doanh số và lợi nhuận sau thuế). Boubakri và Cosset (1998), D'Souza và Megginson (1999), Dewenter và Malatesta (2001) nhận định các doanh nghiệp sau tư nhân hóa có sự gia tăng đáng kể về khả năng sinh lời. Tiếp theo, Boubakri và cộng sự (2004) cũng nhận định tư nhân hóa giúp các DNNN hoạt động hiệu quả hơn về khả năng sinh lời và khả năng vận hành. Tuy nhiên, Estrin và Perotin (1991), Cuervo và Villalonga (2000) lại cho rằng tư nhân hóa chỉ là một sự kiện đánh dấu chuyển đổi sở hữu của DNNN, doanh nghiệp tư nhân hóa hoạt động hiệu quả chủ yếu là do thay đổi về quản trị, mục tiêu hoạt động và kiểm soát. Nghiên cứu của Wei và cộng sự (2003) chứng minh các doanh nghiệp tư nhân hóa tại Trung Quốc không gia tăng về khả năng sinh lời (ROS) trong khi gia tăng đáng kể về khả năng vận hành. Nhóm tác giả cho rằng các đại diện nhà nước vẫn nắm giữ phần lớn cổ phần sau tư nhân hóa nên doanh nghiệp vẫn chưa hoạt động thật sự hiệu quả về lợi nhuận. Một số nghiên cứu tại Việt Nam cũng có kết quả không đồng nhất như: Truong Dong Loc và cộng sự (2006), Truong Dong Loc và Ngo My Tran (2016) cho rằng cổ phần hóa giúp các DNNN cải thiện về khả năng sinh lời, khả năng vận hành so với các doanh nghiệp không cổ phần hóa trong khi Carlin và Pham (2009), Pham (2017) lại khẳng định các doanh nghiệp sau cổ phần hóa tại Việt Nam không có cải thiện về khả năng sinh lời nhưng khả năng vận hành có thể được cải thiện ít. Do đó, hai giả thuyết nghiên cứu đầu tiên được đề xuất như sau:

H₁: So với các doanh nghiệp không cổ phần hóa cùng giai đoạn, các doanh nghiệp cổ phần hóa có khả năng sinh lời cao hơn.

H₂: Các doanh nghiệp cổ phần hóa có khả năng vận hành tốt hơn các doanh nghiệp không tham gia cổ phần hóa trong cùng giai đoạn.

Megginson và cộng sự (1994) cho rằng các DNNN sau tư nhân hóa sẽ tăng số lao động vì các doanh nghiệp sau tư nhân hóa có xu hướng mở rộng sản xuất kinh doanh, khi đó quy mô doanh nghiệp cùng với yêu cầu về lao động cũng tăng theo. Boubakri và Cosset (1998), D'Souza và Megginson (1999), Dewenter và Malatesta (2001) đều khẳng định số lao động của các doanh nghiệp tăng lên đáng kể sau tư nhân hóa. Claessens và Djankov (2002), Boubakri và cộng sự (2004) có nhận định tương tự khi cho rằng số lượng lao động của các doanh nghiệp sau tư nhân hóa có tăng lên. Khác với các nhận định kể trên, Wei và cộng sự (2003) lại cho rằng số lượng lao động của doanh nghiệp sau tư

nhân hóa ở Trung Quốc không tăng nếu xét trong xu thế chung với các doanh nghiệp không tư nhân hóa trong cùng giai đoạn. Tại Việt Nam, Truong Dong Loc và cộng sự (2006) nhận định có sự gia tăng đáng kể về số lượng lao động sau cổ phần hóa so với các doanh nghiệp không cổ phần hóa trong cùng giai đoạn do các doanh nghiệp mở rộng quy mô sản xuất sau cổ phần hóa nên cần nhiều lao động hơn. Từ các bằng chứng thực nghiệm trước đây, tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu tiếp theo như sau:

H₃: Số lượng lao động sau cổ phần hóa của các DNNN tham gia cổ phần hóa sẽ tăng lên đáng kể nếu so sánh với các doanh nghiệp không cổ phần hóa trong cùng giai đoạn.

Việc xem xét liệu các DNNN sau cổ phần hóa có sử dụng nợ nhiều hơn hay không cũng rất quan trọng. Theo Megginson và cộng sự (1994), mức tổng nợ cao diễn ra ở các DNNN trước tư nhân hóa vì thông thường các doanh nghiệp này hoạt động kém hiệu quả, sau khi thực hiện tư nhân hóa, nhờ có các mục tiêu rõ ràng về lợi nhuận nên các doanh nghiệp đã không còn mức nợ cao như trước. Wei và cộng sự (2003) cho rằng các doanh nghiệp sau tư nhân hóa ở Trung Quốc cũng giảm sử dụng đòn bẩy, tức là tỷ lệ tổng nợ/tổng tài sản giảm sau tư nhân hóa. Các doanh nghiệp giảm đòn bẩy sau tư nhân hóa vì sử dụng vốn chủ sở hữu nhiều hơn (do phát hành cổ phiếu). Truong Dong Loc và cộng sự (2006), Truong Dong Loc và Ngo My Tran (2016) cũng nhận định tương tự khi cho rằng các DNNN sau cổ phần hóa giảm tỷ lệ sử dụng nợ/tổng tài sản. Nguyen Ton Nhan và Tran Hung Son (2017) cho rằng các DNNN sau cổ phần hóa tại Việt Nam cũng giảm sử dụng đòn bẩy, tuy nhiên, tỷ lệ nợ/tổng tài sản của các doanh nghiệp này cao hơn nếu so với các doanh nghiệp không cổ phần hóa trong cùng giai đoạn (trung bình 14,2%). Do đó, giả thuyết nghiên cứu thứ tư được đề xuất là:

H₄: So với các doanh nghiệp không cổ phần hóa cùng giai đoạn, các doanh nghiệp cổ phần hóa có giảm đáng kể về sử dụng đòn bẩy sau cổ phần hóa.

Lý thuyết lựa chọn công cho rằng các DNTN hoạt động hiệu quả hơn các DNNN. Haskel và Szymanski (1992) chứng minh chỉ có tư nhân hóa mới giúp các DNNN gia tăng về doanh số. D'Souza và Megginson (1999) cũng khẳng định doanh số của doanh nghiệp sau tư nhân hóa tăng lên đáng kể so với giai đoạn trước tư nhân hóa. Boubakri và cộng sự (2004) nhận định các doanh nghiệp sau tư nhân hóa tại châu Á có sự gia tăng về doanh thu thực so với giai đoạn trước tư nhân hóa. Truong Dong Loc và cộng sự (2006) nhận định tương tự khi cho rằng sản lượng (doanh thu thực) của các DNNN sau cổ phần hóa tăng so với giai đoạn trước cổ phần hóa (nếu so với các doanh nghiệp không cổ phần hóa cùng giai đoạn). Nguyen Ton Nhan và Tran Hung Son (2017) cũng cho rằng các DNNN cổ phần hóa tại Việt Nam có doanh thu cao hơn các doanh nghiệp không cổ phần hóa trong cùng giai đoạn. Vì vậy, giả thuyết nghiên cứu tiếp theo được đề xuất như sau:

H₅: Tốc độ tăng trưởng doanh thu thực sau cổ phần hóa của các DNNN cổ phần hóa gia tăng đáng kể so với các doanh nghiệp không cổ phần hóa trong cùng giai đoạn.

3. Phương pháp nghiên cứu

Một số nghiên cứu trước áp dụng phương pháp hồi quy bội nhưng chủ yếu sử dụng phương pháp bình phương bé nhất đối với dữ liệu chéo, chẳng hạn như: La Porta và Lopez-de-Silanes (1999), D'Souza và cộng sự (2005), Wei và cộng sự (2003), Truong Dong Loc và cộng sự (2006) nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ phần trăm thay đổi các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sau cổ phần hóa so với trước cổ phần hóa. Tuy nhiên, cách tiếp cận này không thể đánh giá tác động của cổ

phần hóa đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp cũng như không thể so sánh hiệu quả hoạt động sau cổ phần hóa giữa hai nhóm doanh nghiệp tham gia cổ phần hóa và không tham gia cổ phần hóa trong cùng giai đoạn.

Nghiên cứu của Ngo My Tran và cộng sự (2015) có một số đóng góp mới về mặt phương pháp khi áp dụng mô hình hồi quy của Hirano và cộng sự (2003) – mô hình này giúp đánh giá tác động của cổ phần hóa đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sau cổ phần hóa. Tuy nhiên, nhóm tác giả này lại sử dụng phương pháp hồi quy bình phương bé nhất thông thường nên ước lượng có thể chưa chính xác cao. Theo Hirano và cộng sự (2003), phương pháp hồi quy bình phương gia quyền nhỏ nhất có thể được xem xét thay thế phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất vì phương pháp này giúp xây dựng phương trình đánh giá hiệu quả của chính sách đầy đủ hơn. Quyền số của phương pháp hồi quy bình phương gia quyền được xác định bằng 1 đối với nhóm tham gia và quyền số là $\hat{P}(x)/(1 - \hat{P}(x))$ đối với nhóm đối chứng. Vì vậy, nghiên cứu này có hai đặc điểm khác biệt so với nghiên cứu trước: (1) Áp dụng các biến số năm thành lập doanh nghiệp, quy mô và ngành nghề để xác định điểm xu hướng với mục đích tìm ra hai nhóm doanh nghiệp cổ phần hóa và không cổ phần hóa có tương đồng về các đặc điểm này; (2) Áp dụng phương pháp so sánh có – không có (thông qua kỹ thuật PSM) trước, sau đó tiến hành hồi quy có trọng số với quyền số được đề xuất bởi Hirano và cộng sự (2003). Ngo My Tran và cộng sự (2015), Nguyen Ton Nhan và Tran Hung Son (2017) đều sử dụng kỹ thuật PSM nhưng sử dụng riêng lẻ song song với phương pháp hồi quy. Chen và cộng sự (2009) khi nghiên cứu về hiệu quả của Dự án giảm nghèo ở vùng Tây Nam Trung Quốc của Ngân hàng Thế giới cũng đã sử dụng kết hợp kỹ thuật PSM và phương pháp hồi quy có trọng số được đề xuất bởi Hirano và cộng sự (2003).

Nghiên cứu này kế thừa mô hình đánh giá tác động chính sách của Hirano và cộng sự (2003) và phương pháp áp dụng gồm: Phương pháp so sánh có – không có (với kỹ thuật so sánh điểm xu hướng), phương pháp hồi quy có trọng số với quyền số được tính dựa trên điểm xu hướng nhằm đảm bảo các hệ số ước lượng chính xác hơn. Để kiểm định năm giả thuyết nghiên cứu trên, nhóm tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu như sau:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 DD + \beta_2 T_i + \beta_3 t + \eta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó,

Biến phụ thuộc trong mô hình nghiên cứu gồm năm chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động doanh nghiệp: (1) Khả năng sinh lời; (2) hiệu quả vận hành; (3) lao động; (4) chỉ số đòn bẩy; và (5) tốc độ tăng trưởng doanh thu thực.

Biến độc lập gồm: Thời gian t ($t=0$ nếu trước cổ phần hóa và $t=1$ nếu sau cổ phần hóa); Biến cổ phần hóa ($T_i=0$ nếu doanh nghiệp có cổ phần hóa và $T_i=1$ nếu doanh nghiệp không có cổ phần hóa).

Mô hình hồi quy được đề xuất là mô hình hồi quy tương tác được đề xuất áp dụng bởi Hirano và cộng sự (2003). Trong đó, việc đưa biến T_i vào mô hình nhằm xem xét tác động của chính sách đối với cả hai nhóm doanh nghiệp tham gia và doanh nghiệp không tham gia cổ phần hóa. Biến DD chính là hệ số ước lượng tác động chính sách theo mô hình của Hirano và cộng sự (2003), thể hiện tác động của chính sách cổ phần hóa đến hiệu quả DNN trước và sau cổ phần hóa. Ví dụ, đối với trường hợp T_i x $t=1$ (khi đó chắc chắn $T_i=1$ và $t=1$), điều này thể hiện nhóm tác giả đang xem xét đánh giá tác động của cổ phần hóa đối với hiệu quả hoạt động sau cổ phần hóa của các doanh nghiệp tham gia.

Biến kiểm soát (X_{it}) được sử dụng gồm logarit tự nhiên của số lao động và tổng tài sản doanh nghiệp vào năm 2013.

Bảng 1.

Mô tả các biến trong mô hình hồi quy

Biến chính	Biến thành phần	Đo lường
<i>Biến phụ thuộc (chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động – Y_{it})</i>		
P(1) Khả năng sinh lời	Lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA)	Lợi nhuận ròng/Tổng tài sản
	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE)	Lợi nhuận ròng/Vốn chủ sở hữu
	Lợi nhuận trên tổng doanh thu (ROS)	Lợi nhuận ròng/Doanh thu
P(2) Hiệu quả vận hành	Hiệu quả về doanh số (SALEF)	Doanh số/Số lao động
	Hiệu quả về lợi nhuận ròng (NIEFF)	Lợi nhuận ròng/Số lao động
	Vòng quay tổng tài sản (TAS)	Tổng doanh số/Tổng tài sản
P(3) Lao động	Tổng lao động (EMPL)	Tổng số lượng lao động trong doanh nghiệp (người)
P(4) Chi số đòn bẩy	Nợ trên tổng tài sản (LV)	Tổng nợ/Tổng tài sản
P(5) Tốc độ tăng trưởng doanh thu thực	Tốc độ tăng trưởng doanh thu thực (RSG) (doanh thu thực bằng doanh thu chia cho chỉ số giá tiêu dùng)	$(RSales_t - RSales_{t-1})/RSales_{t-1}$
<i>Biến độc lập</i>		
t	Biến thời gian (trước và sau cổ phần hóa)	t=0 cho giai đoạn trước cổ phần hóa, t=1 cho giai đoạn sau cổ phần hóa
T_i	Biến cổ phần hóa	$T_i=0$ nếu doanh nghiệp có cổ phần hóa, $T_i=1$ nếu doanh nghiệp không có cổ phần hóa
DD	Hệ số ước lượng tác động của chính sách cổ phần hóa	$DD = T_i \cdot t$
<i>Biến kiểm soát</i>		
X_{it}	lnEMPL	Logarit tự nhiên của tổng lao động
	lnASSET	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
<i>Biến xác định đặc điểm chung giữa hai nhóm doanh nghiệp tham gia và không tham gia cổ phần hóa</i>		
AGE	Số năm hoạt động	Số năm hoạt động tại thời điểm cổ phần hóa
ASSET13	Tổng tài sản	Tổng tài sản tại thời điểm cổ phần hóa
EMPL13	Tổng số lao động	Tổng số lao động tại thời điểm cổ phần hóa

Ghi chú: (1) Đơn vị tính của lợi nhuận, vốn chủ sở hữu, doanh thu, tổng nợ, tổng tài sản là triệu đồng;
 (2) đơn vị tính của lao động là người;
 (3) Đơn vị tính của các chỉ số là tỷ lệ phần trăm;
 (4) Đơn vị tính của số năm hoạt động là năm;
 (5) Các biến t, T_i và DD là các biến giả trong mô hình nghiên cứu.

Dữ liệu được sử dụng ban đầu gồm thông tin hoạt động của doanh nghiệp từ kết quả điều tra của Tổng cục Thống kê Việt Nam, trong đó có 47 doanh nghiệp cổ phần hóa vào năm 2013 và 150 doanh nghiệp không cổ phần hóa cùng giai đoạn. Dữ liệu được tổ chức theo dạng dữ liệu bảng trung bình (gồm hai giai đoạn trước và sau cổ phần hóa), các chỉ tiêu hiệu quả hoạt động trước cổ phần hóa của doanh nghiệp là giá trị trung bình của hai năm trước cổ phần hóa và tương tự cho các chỉ tiêu sau cổ phần hóa. Theo Khandker và cộng sự (2009), nếu số lượng đối tượng không tham gia càng nhiều hơn đối tượng tham gia thì kết quả của kỹ thuật này càng chính xác, tức là khả năng thiết lập vùng hỗ trợ chung (vùng có nhiều đặc điểm chung) giữa hai nhóm được thuận lợi hơn. Vì vậy, nhóm tác giả sử dụng số doanh nghiệp không tham gia cổ phần hóa nhiều hơn số lượng doanh nghiệp cổ phần hóa nhằm tận dụng ưu điểm của kỹ thuật so sánh điểm xu hướng.

4. Kết quả nghiên cứu

Nghiên cứu này tiếp cận theo hướng sử dụng phương pháp so sánh trước – sau, sau đó, nhóm tác giả sử dụng phương pháp hồi quy để ước lượng hệ số tác động của chính sách cổ phần hóa. Đây là điểm mới của nghiên cứu này vì phương pháp so sánh trước – sau với kỹ thuật so sánh điểm xu hướng giúp lựa chọn hai nhóm doanh nghiệp cổ phần hóa và không cổ phần hóa có các đặc điểm tương đồng. Dữ liệu ban đầu bao gồm 47 DNNN cổ phần hóa vào năm 2013 và 150 DNNN không cổ phần hóa trong cùng giai đoạn. Số lượng doanh nghiệp không cổ phần hóa (nhóm đối chứng) nhiều hơn số lượng doanh nghiệp cổ phần hóa (nhóm tham gia) sẽ cho kết quả chính xác hơn khi sử dụng kỹ thuật so sánh điểm xu hướng (Khandker & cộng sự, 2009). Để thuộc tính cân bằng được thỏa mãn trong kỹ thuật so sánh điểm xu hướng với ba đặc điểm, gồm: Tuổi đời doanh nghiệp, số lao động và ngành kinh doanh, nhóm tác giả loại bỏ 8 quan sát (gồm 4 doanh nghiệp, mỗi doanh nghiệp gồm 2 quan sát trước và sau cổ phần hóa). Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu các doanh nghiệp cổ phần hóa vào năm 2013 vì đa phần các DNNN cổ phần hóa trong thời gian này có quy mô lớn.

Bảng 2.

Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
ROS	386	0,001	0,494	−9,227	0,852
ROE	386	0,062	0,254	−2,337	1,235
ROA	386	0,032	0,096	−0,6033	0,704
SALEF	386	1.968,424	7.442,559	0,753	88.939,280
NIEFF	386	76,872	547,491	−1.532,284	7.270,243
TAS	386	1,656	2,552	0,005	24,458
EMPL	386	584,648	1.649,353	16	22.991
LV	386	0,506	0,393	0,002	3,587
RSG	386	0,252	1,036	−0,990	9,345
AGE	386	11,741	4,759	4	32

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
ASSET13	386	1.571.699	7.820.094	2.764	7.98x10 ⁷
EMPL13	386	622,565	1.970,326	7	22.940

Kết quả thống kê mô tả cho thấy các DNNN nói chung có sự khác biệt rất lớn về hiệu quả vận hành, số lao động và tổng tài sản (trong đó, biến tổng tài sản năm 2013 có độ lệch chuẩn cao nhất), điều này cho thấy các DNNN có quy mô chênh lệch lớn cả về số lao động lẫn tài sản. Tính riêng trong năm 2013, các DNNN có giá trị tài sản trung bình rất lớn, đạt gần 1.572 tỷ đồng, điều này cho thấy các DNNN trong mẫu khảo sát có quy mô lớn (bao gồm cả các DNNN cổ phần hóa và không cổ phần hóa). Kết quả thống kê cho thấy hiệu quả hoạt động các DNNN không cao, điều này thể hiện qua lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp có trường hợp âm và dẫn đến ROS, ROE, ROA, hiệu quả lợi nhuận ròng đạt giá trị âm. Các DNNN cũng có sự khác biệt lớn về hiệu quả hoạt động, thể hiện qua độ lệch chuẩn và giá trị lớn nhất của các tiêu chí này khá cao.

Bảng 3.

Thống kê về số quan sát, số DNNN cổ phần hóa và số doanh nghiệp không cổ phần hóa vào năm 2013

Đặc điểm	Tần số	Phần trăm (%)	Phần trăm tích lũy (%)
Số quan sát giai đoạn trước cổ phần hóa ($t=0$)	193	50	50
Số quan sát giai đoạn sau cổ phần hóa ($t=1$)	193	50	100
Số DNNN không cổ phần hóa ($T_i=0$)	146	75,65	75,65
Số DNNN cổ phần hóa ($T_i=1$)	47	24,35	100

Tổng số doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu gồm 193 DNNN (47 doanh nghiệp cổ phần hóa và 146 doanh nghiệp không cổ phần hóa), số quan sát là 386 bao gồm nghiên cứu các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả hoạt động của các DNNN theo hai giai đoạn trước và sau thời gian cổ phần hóa (năm 2013).

Như đã trình bày, khác với Ngo My Tran và cộng sự (2015), thay vì chỉ sử dụng phương pháp hồi quy bé nhất thông thường, nghiên cứu này sử dụng phương pháp hồi quy hiệu quả ẩn định có trọng số dựa trên đề xuất của Hirano và cộng sự (2003), Chen và cộng sự (2009). Việc sử dụng phương pháp hồi quy hiệu quả ẩn định (Fixed Effect Model) có trọng số sẽ giúp ước lượng hệ số tác động của chính sách chính xác hơn so với phương pháp hồi quy bé nhất (Hirano & cộng sự, 2003).

Bảng 4.

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến

Biến	Hệ số VIF	1/VIF
T_{it}	3,00	0,333
lnASSET	2,14	0,467
lnEMPL	2,11	0,474
T_i	2,04	0,489

Biến	Hệ số VIF	1/VIF
t	2,02	0,496
VIF trung bình	2,26	

Sau khi kiểm định đa cộng tuyến, hệ số phóng đại phương sai của các biến độc lập đều nhỏ hơn 10, nên nhóm tác giả nhận định không có hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu (Hair & cộng sự, 1998). Kết quả kiểm định Wald đối với phương sai thay đổi cho thấy có hiện tượng phương sai thay đổi (mức ý nghĩa <5%). Theo White (1980), mô hình nghiên cứu có thể chấp nhận tồn tại phương sai thay đổi nếu áp dụng ước lượng sai số chuẩn vững (Robust Standard Errors), bởi vì ước lượng này cho kết quả ước lượng đúng của sai số. Do đó, nhóm tác giả tiếp tục sử dụng ước lượng sai số chuẩn vững cho mô hình hồi quy hiệu quả ấn định (FEM) có trọng số.

Bảng 5.

Kết quả hồi quy hiệu quả ấn định có trọng số với ước lượng sai số chuẩn vững

Biến	ROS	ROE	ROA	SALFF	NIEFF
T _{ixt}	0,249 (0,255)	0,015 (0,802)	0,028* (0,149)	-1.109,332 (0,356)	-215,55*** (0,024)
T _i	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
t	-0,064 (0,162)	-0,024 (0,455)	-0,007 (0,630)	-845,135** (0,078)	73,617 (0,160)
lnASSET	0,194 (0,259)	0,011 (0,912)	-0,009 (0,806)	2.112,110* (0,107)	-46,214 (0,712)
lnEMPL	-0,029 (0,725)	-0,035 (0,711)	-0,003 (0,888)	-3.396,617* (0,147)	-184,793 (0,292)
Hằng số	-2,116 (0,227)	0,124 (0,904)	0,149 (0,745)	-3.996,210 (0,796)	1.578,813 (0,326)
R ² tổng	0,003	0,002	0,000	0,117	0,005
Thống kê F	0,63 0,642	0,22 0,927	1,36 0,248	0,4304 0,430	1,68 0,156
Số quan sát	386	386	386	386	386

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%;

Giá trị trong dấu ngoặc đơn () là p-value.

Sử dụng phần mềm STATA đối với mô hình hồi quy hiệu quả ấn định có trọng số cho thấy biến T_i bị loại khỏi mô hình nghiên cứu vì biến này không thay đổi theo thời gian trước và sau cổ phần hóa.

Bảng 6.

Kết quả hồi quy hiệu quả ấn định có trọng số với ước lượng sai số chuẩn vững (tiếp theo)

Biến	TAS	EMPL	LV	RSG
T_{ixt}	0,044 (0,921)	23,905 (0,851)	-0,101* (0,110)	0,245 (0,426)
T_i	N/A	N/A	N/A	N/A
t	0,315 (0,207)	15,047 (0,890)	0,060** (0,088)	-0,381*** (0,022)
$\ln ASSET$	-2,086*** (0,001)	465,053*** (0,005)	-0,101** (0,093)	0,456 (0,211)
$\ln EMPL$	-0,124 (0,787)	358,693*** (0,010)	0,091 (0,180)	0,139 (0,522)
Hằng số	26,324*** (0,002)	-6,711,756*** (0,002)	1,171*** (0,010)	-5,605 (0,212)
R^2 tổng	0,005	0,279	0,018	0,007
Thống kê F	3,52*** 0,008	3,36*** 0,011	1,82* 0,126	1,75* 0,140
Số quan sát	386	386	386	386

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Giá trị trong dấu ngoặc đơn () là p-value.

5. Kiểm định giả thuyết nghiên cứu và thảo luận

Theo kết quả kiểm định thống kê F các mô hình cho thấy cổ phần hóa không có tác động đến khả năng sinh lời (ROS, ROE, ROA) và hiệu quả vận hành (SALEF, NIEFF) của các DNNN cổ phần hóa tại Việt Nam (nếu xét trong mối quan hệ với các doanh nghiệp không cổ phần hóa trong cùng giai đoạn). Như vậy, nhóm tác giả bác bỏ giả thuyết H_1 khi cho rằng so với các doanh nghiệp không cổ phần hóa cùng giai đoạn, các doanh nghiệp cổ phần hóa có khả năng sinh lời cao hơn. Trong khi đó, nhóm tác giả không bác bỏ giả thuyết H_2 vì mặc dù cổ phần hóa không tác động đến hiệu quả vận hành (SALEF, NIEFF) nhưng có tác động tích cực đến vòng quay tổng tài sản (TAS) của các DNNN cổ phần hóa tại Việt Nam.

Khả năng vận hành của doanh nghiệp không được cải thiện nếu không xem xét chỉ tiêu vòng quay tổng tài sản. Kết quả này khác với các nghiên cứu tại các nước phát triển và đang phát triển khi cho rằng tư nhân hóa giúp các doanh nghiệp cải thiện đáng kể khả năng sinh lời và khả năng vận hành (Boubakri & cộng sự, 2004; D'Souza & Megginson, 1999; Megginson & cộng sự, 1994). Tuy nhiên, nghiên cứu trước đây đa phần chỉ xem xét riêng các doanh nghiệp tư nhân hóa nên không xem xét trong mối quan hệ với các doanh nghiệp không tư nhân hóa cùng giai đoạn. Khác với Ngo My Tran

và cộng sự (2015) cho rằng cổ phần hóa giúp các doanh nghiệp gia tăng khả năng sinh lời (ROE, ROA) khi xem xét trong mối quan hệ với các doanh nghiệp không cổ phần hóa cùng giai đoạn tại Việt Nam, nghiên cứu này có kết quả tương đồng với các nghiên cứu của tác giả Wei và cộng sự (2003), Carlin và Pham (2009), Pham (2017) khi cho rằng sau cổ phần hóa, DNNN vẫn còn chịu chi phối của nhà nước trong một số trường hợp, hoặc các doanh nghiệp sau cổ phần hóa có nhiều thay đổi cơ cấu sở hữu, phải đối mặt với những thách thức về môi trường kinh doanh sau cổ phần hóa nên cổ phần hóa chưa giúp các doanh nghiệp này gia tăng khả năng sinh lời và khả năng vận hành trong ngắn hạn.

Khác với các nghiên cứu của Boubakri và Cosset (1998), D'Souza và Megginson (1999), Dewenter và Malatesta (2001) cho rằng số lao động của các doanh nghiệp tăng lên đáng kể sau tư nhân hóa, nghiên cứu này cho thấy không có sự gia tăng về lao động của doanh nghiệp sau cổ phần hóa nếu xem xét trong mối quan hệ với các doanh nghiệp không cổ phần hóa. Vì vậy, nhóm tác giả cũng bác bỏ giả thuyết H₃ khi cho rằng số lượng lao động sau cổ phần hóa của các DNNN tham gia cổ phần hóa sẽ tăng lên đáng kể nếu so sánh với các doanh nghiệp không cổ phần hóa trong cùng giai đoạn. Các doanh nghiệp cổ phần hóa hay không cổ phần hóa có thể tăng hoặc giảm số lao động nhưng mức tăng hoặc giảm này tương đương giữa hai nhóm nên không thấy sự gia tăng đáng kể của số lao động ở các doanh nghiệp tham gia cổ phần hóa. Kết quả này tương đồng với kết quả của Wei và cộng sự (2003) khi khẳng định số lượng lao động doanh nghiệp sau tư nhân hóa ở Trung Quốc cũng không tăng nếu xét trong xu thế chung với các doanh nghiệp không tư nhân hóa trong cùng giai đoạn.

Lý thuyết lựa chọn công cho rằng các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn nếu tham gia vào tư nhân hóa, Boubakri và cộng sự (2004) cho rằng các doanh nghiệp có sự gia tăng đáng kể về doanh thu thực sau tư nhân hóa ở các quốc gia đang phát triển và quốc gia phát triển; Truong Dong Loc và cộng sự (2006), Nguyen Ton Nhan và Tran Hung Son (2017) cho rằng các DNNN cổ phần hóa tại Việt Nam có doanh thu cao hơn các doanh nghiệp không cổ phần hóa trong cùng giai đoạn. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu này cho thấy cổ phần hóa cũng không giúp các doanh nghiệp cổ phần hóa tăng trưởng doanh thu sau cổ phần hóa. Điều này cũng giúp nhóm tác giả bác bỏ giả thuyết nghiên cứu cho rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu thực sau cổ phần hóa của các DNNN cổ phần hóa gia tăng đáng kể so với các doanh nghiệp không cổ phần hóa trong cùng giai đoạn. Theo Wei và cộng sự (2003), các doanh nghiệp sau tư nhân hóa ở Trung Quốc không cải thiện hiệu quả về doanh thu thực hay khả năng sinh lời là do nhà nước còn chi phối khá nhiều sau tư nhân hóa.

Cuối cùng, nhóm tác giả chấp nhận giả thuyết nghiên cứu cho rằng so với các doanh nghiệp không cổ phần hóa cùng giai đoạn, các doanh nghiệp cổ phần hóa có giảm đáng kể về sử dụng đòn bẩy sau cổ phần hóa. Kết quả này rất tương đồng với các kết quả nghiên cứu trước của Megginson và cộng sự (1994) hay Wei và cộng sự (2003) khi cho rằng các doanh nghiệp sau tư nhân hóa ở Trung Quốc cũng giảm sử dụng đòn bẩy. Tại Việt Nam, Truong Dong Loc và Ngo My Tran (2016), Nguyen Ton Nhan và Tran Hung Son (2017) cũng cho rằng các DNNN sau cổ phần hóa giảm sử dụng đòn bẩy. Nguyên nhân chính là do các DNNN sau cổ phần hóa có thể sử dụng vốn chủ sở hữu nhiều hơn (do phát hành cổ phiếu), hoạt động hiệu quả hơn và lựa chọn các phương án sử dụng chi phí vốn thấp.

6. Kết luận và hàm ý chính sách

Đa phần các nghiên cứu trước đây khi xem xét hiệu quả hoạt động doanh nghiệp sau cổ phần hóa đều không xem xét trong mối quan hệ so sánh với các doanh nghiệp không cổ phần hóa cùng giai đoạn, vì vậy, việc nhận định các doanh nghiệp sau cổ phần hóa cải thiện đáng kể về hiệu quả hoạt động là vấn đề thường thấy ở các nghiên cứu trước. Với cách tiếp cận mới, kết quả nghiên cứu này giúp các cơ quan quản lý nhà nước, doanh nghiệp và nhà đầu tư có cái nhìn tổng thể về lợi ích của cổ phần hóa doanh nghiệp.

Đối với Chính phủ: Kết quả nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp cổ phần hóa có sự gia tăng về hiệu quả hoạt động (vòng quay tài sản) và giảm sử dụng đòn bẩy. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu của Boubakri và cộng sự (2004), Truong Dong Loc và Ngo My Tran (2016), Nguyen Ton Nhan và Tran Hung Son (2017). Các doanh nghiệp sau cổ phần hóa giảm sử dụng đòn bẩy là do có điều kiện phát hành cổ phiếu nhiều hơn, giúp việc huy động vốn dễ dàng hơn. Với tác động tích cực của cổ phần hóa đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, Chính phủ cần tiếp tục ủng hộ quá trình cổ phần hóa DNNN, nhất là khuyến khích các doanh nghiệp quy mô lớn nhằm tạo điều kiện cho các doanh nghiệp này tham gia cơ chế thị trường đầy đủ, có điều kiện phát triển trong môi trường cạnh tranh.

Đối với các nhà đầu tư: Kết quả nghiên cứu giải thích tại sao các nhà đầu tư phát hành lần đầu ra công chúng (IPO) thời gian gần đây không còn quan tâm đến đầu tư vào các thương vụ này, vì rõ ràng các doanh nghiệp sau cổ phần hóa trong thời gian ngắn vẫn chưa chắc hoạt động hiệu quả hơn các doanh nghiệp không cổ phần hóa trong cùng giai đoạn, cụ thể là khả năng sinh lời (ROE, ROA, ROS), khả năng vận hành. Kết quả nghiên cứu này cũng trái ngược với các nghiên cứu tại các quốc gia phát triển và đang phát triển khi cho rằng tư nhân hóa giúp gia tăng khả năng sinh lời và khả năng vận hành cho các doanh nghiệp (Boubakri & cộng sự, 2004; D'Souza & Megginson, 1999; Megginson & cộng sự, 1994). Nguyên nhân dẫn đến các doanh nghiệp Việt Nam không cải thiện suất sinh lời, khả năng vận hành là do các doanh nghiệp này còn gặp nhiều khó khăn trong hoạt động, thay đổi cơ cấu sở hữu và đối mặt với môi trường cạnh tranh cao hơn. Do đó, các nhà đầu tư nên cân nhắc kỹ trước khi đầu tư, chỉ nên đầu tư vào các thương vụ IPO nhằm thu suất sinh lời trong dài hạn vì khi đó DNNN mới có thể hoạt động tốt hơn.

Đối với các DNNN: Cần chủ động tham gia vào chương trình cổ phần hóa, vì trong ngắn hạn, cổ phần hóa sẽ giúp các doanh nghiệp giảm sử dụng chỉ số đòn bẩy, tiếp cận môi trường kinh doanh cạnh tranh, đa dạng hóa hình thức sở hữu. Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp sau tư nhân hóa ban đầu chỉ phôi یت bởi việc tư nhân hóa, nhưng sau đó chịu chi phối bởi nhiều yếu tố khác như: Môi trường ngành, môi trường kinh tế vĩ mô, năng lực quản trị... (Cuervo & Villalonga, 2000).

Mặc dù áp dụng phương pháp mới để đánh giá tác động của cổ phần hóa đối với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp sau cổ phần hóa tại Việt Nam một cách đầy đủ, nghiên cứu này vẫn chưa xem xét các yếu tố khác có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động sau cổ phần hóa như: Cơ cấu sở hữu, năng lực quản trị. Vì vậy, nhóm tác giả đề xuất phát triển mô hình nghiên cứu xem xét đầy đủ tác động của các yếu tố khác cùng với tác động của cổ phần hóa đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp sau cổ phần hóa tại Việt Nam. Ngoài ra, các lý thuyết thường chỉ giải thích các doanh nghiệp sau cổ phần hóa hoạt động hiệu quả hơn mà chưa xem xét trong mối tương quan với các doanh nghiệp không cổ phần hóa trong cùng giai đoạn ■

Tài liệu tham khảo

- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1973). The property right paradigm. *The Journal of Economic History*, 33(1), 16–27.
- Ban Chỉ đạo Đổi mới và Phát triển Doanh nghiệp. (2017). *Báo cáo tình hình thực hiện tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước*. Truy cập ngày 15/7/2017, từ <http://doimoidoanhnghiep.chinhphu.vn/bao-cao>
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Guedhami, O. (2004). Privatization, corporate governance and economic environment: Firm-level evidence from Asia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 12(1), 65–90.
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Guedhami, O. (2005). Postprivatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection. *Journal of Financial Economics*, 76(2), 369–399.
- Boubakri, N., & Cosset, J.-C. (1998). The financial and operating performance of newly privatized firms: Evidence from developing countries. *The Journal of Finance*, 53(3), 1081–1110.
- Carlin, T. M., & Pham, D. C. (2009). From public to private: Evidence from a transitional economy setting. *Australian Accounting Review*, 19(3), 207–216.
- Chen, S., Mu, R., & Ravallion, M. (2009). Are there lasting impacts of aid to poor areas?. *Journal of Public Economics*, 93(3–4), 512–528.
- Claessens, S., & Djankov, S. (2002). Privatization benefits in Eastern Europe. *Journal of Public Economics*, 83(3), 307–324.
- Cuervo, A., & Villalonga, B. (2000). Explaining the variance in the performance effects of privatization. *Academy of Management Review*, 25(3), 581–590.
- D'Souza, J., Megginson, W., & Nash, R. (2005). Effect of institutional and firm-specific characteristics on post-privatization performance: Evidence from developed countries. *Journal of Corporate Finance*, 11(5), 747–766.
- 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.
- de Alessi, L. (1983). Property rights, transaction costs, and X-efficiency: An essay in economic theory. *The American Economic Review*, 73(1), 64–81.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law And Economics*, 26(2), 375–390.
- Dewenter, K. L., & Malatesta, P. H. (2001). State-owned and privately owned firms: An empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity. *American Economic Review*, 91(1), 320–334.
- Duong Nhu Hung, Nguyen Dinh Thien, & Nguyen Thanh Liem. (2017). The impact of equitization on firm performance: The case of Vietnam. *International Research Journal of Finance and Economics*, 12(164), 68–74.

- Estrin, S., & Perotin, V. (1991). Does ownership always matter?. *International Journal of Industrial Organization*, 9(1), 55–72.
- Frydman, R., Gray, C., Hessel, M., & Rapaczynski, A. (1999). When does privatization work? The impact of private ownership on corporate performance in the transition economies. *The Quarterly Journal of Economics*, 114(4), 1153–1191.
- Haskel, J., & Szymanski, S. (1992). A bargaining theory of privatisation. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 63(2), 207–227.
- Hirano, K., Imbens, G. W., & Ridder, G. (2003). Efficient estimation of average treatment effects using the estimated propensity score. *Econometrica*, 71(4), 1161–1189.
- Hair Jr., J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (1998). *Multivariate Data Analysis* (5th ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Khandker, S. R., Koolwal, G. B., & Samad, H. A. (2009). *Handbook on Impact Evaluation: Quantitative Methods and Practices* (English). Washington, D.C.: World Bank.
- La Porta, R., & Lopez-de-Silanes, F. (1999). The benefits of privatization: Evidence from Mexico. *The Quarterly Journal of Economics*, 114(4), 1193–1242.
- Ngo My Tran, Nonneman, W., & Jorissen, A. (2015). Privatization of Vietnamese firms and its effects on firm performance. *Asian Economic and Financial Review*, 5(2), 202–217.
- Nguyen Ton Nhan, & Tran Hung Son. (2017). Equitization and operating and financial performance: Empirical evidence from Vietnamese companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, 12(164), 75–84.
- Meggison, W. L., Nash, R. C., & Van Randenborgh, M. (1994). The financial and operating performance of newly privatized firms: An international empirical analysis. *The Journal of Finance*, 49(2), 403–452.
- Pham, D. C. (2017). The effects of privatization on the financial position and performance of firms in emerging markets: Evidence from Vietnam. *International Journal of Business, Economics and Law*, 13(1), 38–46.
- Pohl, G., Anderson, R. E., Claessens, S., & Djankov, S. (1997). *Privatization and Restructuring in Central and Eastern Europe: Evidence and policy options*. Washington, D.C.: World Bank.
- Porter, M. E. (1990). The competitive advantage of nations. *Harvard Business Review*, 68(2), 73–93.
- Sheshinski, E., & López-Calva, L. F. (2003). Privatization and its benefits: Theory and evidence. *CESifo Economic Studies*, 49(3), 429–459.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Politicians and firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 995–1025.
- Truong Dong Loc, Lanjouw, G., & Lensink, R. (2006). The impact of privatization on firm performance in a transition economy: The case of Vietnam. *Economics of Transition*, 14(2), 349–389.
- Truong Dong Loc, & Ngo My Tran. (2016). Impact of equitization on performance of enterprises in Vietnam. *Journal of Economic Development*, 23(3), 36–56.
- Tullock, G., & Buchanan, J. M. (1972). Reviews. *Public Choice*, 12(1), 119–126.

- Wei, Z., Varela, O., D'Souza, J., & Hassan, M. K. (2003). The financial and operating performance of China's newly privatized firms. *Financial Management*, 32(2), 107–126.
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica: Journal of The Econometric Society*, 48(4), 817–838.
- Zhang, X., Tang, Z., & He, J. (2012). Impact of macro and firm-specific characteristics on postprivatization performance: Evidence from China. *Chinese Economy*, 45(5), 50–91.