

Ảnh hưởng của cổ phần hóa đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở Việt Nam

TRƯƠNG ĐÔNG LỘC

Trường Đại học Cần Thơ - tdloc@ctu.edu.vn

NGÔ MỸ TRÂN

Trường Đại học Cần Thơ - nmtran@ctu.edu.vn

Ngày nhận:

26/10/2015

Ngày nhận lại:

25/12/2015

Ngày duyệt đăng:

15/04/2016

Mã số:

2015-G34-S2

Tóm tắt

Mục tiêu của nghiên cứu nhằm đo lường ảnh hưởng của cổ phần hóa đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở VN. Số liệu phân tích được lấy từ 301 doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hóa giai đoạn 2007–2010 và 127 doanh nghiệp nhà nước chưa được cổ phần hóa trong giai đoạn nghiên cứu được trích xuất từ bộ dữ liệu điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê (GSO). Tác giả sử dụng phương pháp ghép cặp điểm xu hướng (PSM - Propensity Score Matching) kết hợp với phương pháp khác biệt trong khác biệt (DID - Difference in Differences). Kết quả nghiên cứu cho thấy cổ phần hóa (CPH) có tác động tích cực đến tỉ suất lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản và tỉ suất lợi nhuận trước thuế trên doanh thu của các doanh nghiệp. Ngoài ra, tác giả còn phát hiện tỉ số nợ, vòng quay tổng tài sản và số lượng lao động của các doanh nghiệp đã sụt giảm sau cổ phần hóa. Tuy nhiên, tác giả lại không tìm thấy tác động của cổ phần hóa đến năng suất lao động ở các doanh nghiệp được cổ phần hóa.

Abstract

The main objective of this study is to measure the impact of equitization on firm performance in Vietnam. The dataset, retrieved from the survey on enterprises conducted by the General Statistics Office of Vietnam (GSO), consist of 301 equitized state-owned firms and 127 unequitized state-owned firms during the period from 2007 to 2010. By using propensity score matching (PSM) combined with difference in differences (DID) approach, the results show that equitization has positive impacts on the ratio of income before tax to total assets and the ratio of income before tax to firm sales. Moreover, this study reveals that leverage (measured by total debts/total assets), total asset turnover, and the number of employees have significantly decreased after equitization. However, no evidence is found regarding the effect of equitization on productivity (measured by revenues as a ratio to number of employees) of equitized firms.

Từ khóa:

Cổ phần hóa, hiệu quả hoạt động, ghép cặp điểm xu hướng, khác biệt trong khác biệt.

Keywords:

Equitization, firm performance, PSM and DID.

1. Giới thiệu

Kể từ sau biến cố chính trị vào cuối những năm 80, hầu hết các nước có nền kinh tế chuyển đổi đều bắt đầu triển khai chương trình tư nhân hoá (Privatization) mạnh mẽ. Việc chuyển giao quyền sở hữu từ nhà nước sang tư nhân giúp cho doanh nghiệp chủ động và hoạt động hiệu quả hơn. Mặc dù tư nhân hoá được thừa nhận là phương thức phù hợp để sắp xếp lại các doanh nghiệp nhà nước (DNNN), nhưng đến nay vẫn còn một số vấn đề chưa được làm rõ là với những điều kiện cụ thể nào thì tư nhân hoá sẽ thành công và những ảnh hưởng của nó đến các doanh nghiệp cũng như sự phát triển kinh tế vĩ mô của một quốc gia như thế nào. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra tư nhân hóa tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trong khi một số khác lại đưa ra bằng chứng về sự thất bại của các chương trình tư nhân hóa ở một số quốc gia (Megginson & Netter, 2001; Parker & Kirkpatrick, 2005).

Khác với nhiều quốc gia trên thế giới, chương trình chuyển đổi các doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần ở VN được gọi là cổ phần hóa (Equitization). Đây là một chủ trương lớn của Đảng và Nhà nước nhằm huy động thêm các nguồn vốn trong xã hội vào việc phát triển sản xuất, kinh doanh, tạo động lực mạnh mẽ và cơ chế quản lý năng động để sử dụng có hiệu quả nguồn vốn và tài sản của Nhà nước, nâng cao khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp trong quá trình hội nhập. Chương trình CPH ở nước ta được bắt đầu vào năm 1992 bằng việc thí điểm CPH một vài DNNN. CPH chỉ thực sự được triển khai ở các bộ và địa phương từ giữa năm 1998 (sau khi Chính phủ ban hành Nghị định 44/NĐ-CP). Tính đến cuối năm 2015 cả nước đã có 4.407 DNNN được CPH. Theo đánh giá của người chuyên gia việc triển khai chương trình CPH ở nước ta vẫn còn khá chậm so với kế hoạch.

Một trong những vấn đề liên quan đến chương trình CPH được nhiều nhà nghiên cứu quan tâm là chương trình này ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Cho đến nay, đã có một vài nghiên cứu đo lường tác động của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở VN được công bố (Trương Đông Lộc & cộng sự, 2006; Trương & cộng sự, 2006; Ngo & cộng sự, 2015). Tuy nhiên, các nghiên cứu này chủ yếu đo lường ảnh hưởng của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp được CPH trong giai đoạn trước 2007. Một bước ngoặt có ý nghĩa hết sức quan trọng trong tiến trình CPH các DNNN ở VN là việc Chính phủ ban hành Nghị định số 109/2007/NĐ-CP vào ngày 26/06/2007 thay thế Nghị định số 187/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004. Điểm mới trong Nghị định 109 là đối tượng CPH được mở rộng đến các

tập đoàn kinh tế và tổng công ty do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ. Ngoài ra, Nghị định mới còn bỏ cơ chế ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp đối với các doanh nghiệp được CPH và bãi bỏ việc hỗ trợ các công ty trong việc xử lý lao động dôi dư sau khi đã chuyển thành công ty cổ phần. Những thay đổi trên có thể ảnh hưởng đến mức độ cải thiện trong hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp được CPH. Mục tiêu của nghiên cứu này nhằm cung cấp thêm các bằng chứng thực nghiệm về tác động của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp VN. Điểm mới so với các nghiên cứu trước đây là việc sử dụng cỡ mẫu tương đối lớn các DNNN được CPH trong giai đoạn sau khi Chính phủ ban hành Nghị định 109. Ngoài ra, để khắc phục những hạn chế về mặt phương pháp đã tồn tại trong nhiều nghiên cứu trước đây khi đo lường ảnh hưởng của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp, nên tác giả kết hợp phương pháp ghép cặp điểm xu hướng (PSM - Propensity Score Matching) với phương pháp khác biệt trong những khác biệt (Difference in Differences - DID) để tiến hành phân tích.

2. Lược khảo các nghiên cứu có liên quan đến vấn đề nghiên cứu

Các nghiên cứu về tư nhân hóa (Privatization) nhận được sự quan tâm đặc biệt của nhiều nhà nghiên cứu trong và ngoài nước do sự gia tăng nhanh chóng của các chương trình tư nhân hóa ở nhiều quốc gia, đặc biệt là ở các quốc gia có nền kinh tế chuyển đổi. Các nghiên cứu thực nghiệm về tư nhân hóa phần lớn tập trung vào xác định ảnh hưởng của tư nhân hóa đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp (Megginson & Netter, 2001; Parker & Kirkpatrick, 2005). Các nghiên cứu này có thể chia thành 3 nhóm: (1) Sử dụng phương pháp so sánh trước-sau (Pre-Post Comparision) để đo lường ảnh hưởng của tư nhân hóa đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp; (2) Sử dụng phương pháp so sánh có-không có (With-Without Comparision), và (3) Nghiên cứu về ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu (Ownership Structure) và kiểm soát công ty (Corporate Governance) đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sau tư nhân hóa.

Các nghiên cứu sử dụng phương pháp so sánh trước-sau

Megginson và cộng sự (1994) được xem là nghiên cứu đầu tiên sử dụng phương pháp so sánh trước-sau để đo lường ảnh hưởng của tư nhân hóa đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Theo đó, Megginson và cộng sự (1994) so sánh giá trị trung bình của từng chỉ tiêu tài chính trong giai đoạn sau tư nhân hóa (năm t+1 đến năm t+3) với giai đoạn trước tư nhân hóa (năm t-3 đến năm t-1). Sử dụng số liệu của 61 công ty ở 18 quốc gia được tư nhân hóa trong giai đoạn 1961–1990, Megginson và cộng sự (1994) chỉ ra tỉ

suất lợi nhuận, năng suất lao động (doanh thu trên mỗi lao động), doanh thu, vốn đầu tư và đòn bẩy tài chính của các công ty đã được cải thiện đáng kể sau tư nhân hóa. Tiếp đến, nhiều nghiên cứu đã sử dụng phương pháp của Megginson và cộng sự (1994) để đo lường ảnh hưởng của tư nhân hóa đến hiệu quả hoạt động của các công ty ở nhiều quốc gia khác nhau (Boubakri & Cosset, 1998; La Porta & López-de-Silanes, 1999; D'Souza & Megginson, 2001; Dewenter & Malatesta, 2001; Boubakri & Cosset, 2002; Harper, 2002; Boubakri & cộng sự, 2004). Giống như phát hiện của Megginson và cộng sự (1994), các nghiên cứu này đều khẳng định tư nhân hóa có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động và tình hình tài chính của các công ty. Cụ thể là, các chỉ tiêu về tỉ suất lợi nhuận, doanh thu, hiệu quả hoạt động và đầu tư của các công ty đều tăng sau tư nhân hóa. Ngoài ra, các nghiên cứu trên còn chỉ ra tỉ số nợ của các công ty đã giảm đáng kể sau tư nhân hóa.

Các nghiên cứu sử dụng phương pháp so sánh có-không có

Sử dụng phương pháp so sánh có-không có, một số nghiên cứu đã đo lường ảnh hưởng của tư nhân hóa đến hiệu quả hoạt động của các công ty bằng cách so sánh hiệu quả hoạt động của các công ty sau tư nhân hóa với các DNNN chưa được tư nhân hóa ở cùng một giai đoạn nghiên cứu (Pohl & cộng sự, 1997; Frydman & cộng sự, 1999; Claessens & Djankov, 2002). Các nghiên cứu này sử dụng bộ dữ liệu khá lớn các doanh nghiệp được tư nhân hóa và các DNNN ở các nước Đông và Trung Âu để đo lường ảnh hưởng của tư nhân hóa đến doanh thu, năng suất lao động và số lượng lao động của các doanh nghiệp. Pohl và cộng sự (1997) chỉ ra năng suất lao động ở các DNNN được tư nhân hóa 4 năm bình quân cao hơn 3-5 lần so với các DNNN chưa được tư nhân hóa. Ngoài ra, Frydman và cộng sự (1999) làm rõ trong giai đoạn đầu của tiến trình chuyển đổi thì hiệu quả hoạt động của cả doanh nghiệp được tư nhân hóa và DNNN đều giảm, nhưng hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp được tư nhân hóa tốt hơn các DNNN. Bên cạnh đó, Claessens và Djankov (2002) còn đưa ra các bằng chứng khẳng định các doanh nghiệp được tư nhân hóa có sự cải thiện tốt hơn các DNNN ở các chỉ tiêu doanh thu và năng suất lao động. Đặc biệt, các doanh nghiệp được tư nhân hóa có tỉ lệ lao động bị cắt giảm (6,11%) thấp hơn các DNNN (7,42%).

Các nghiên cứu về ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu và kiểm soát công ty đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp được tư nhân hóa

Để đo lường ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu và kiểm soát công ty đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp được tư nhân hóa, nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã được

thực hiện trong vài thập niên gần đây. Một số chỉ ra các doanh nghiệp có sở hữu tập trung (Concentrated Ownership) sau tư nhân hóa có sự cải thiện tốt hơn về hiệu quả hoạt động so với các doanh nghiệp có sở hữu phân tán (Weiss & Nikitin, 1998; Claessens & Djankov, 1999a; Dean & Andreyeva, 2001; Pivovarsky, 2001). Thêm vào đó, Weiss và Nikitin (1998) tìm thấy các bằng chứng thực nghiệm về mức độ tập trung sở hữu của các nhà đầu tư cá nhân lớn có tương quan thuận với sự cải thiện ở tất cả các chỉ tiêu đo lường hiệu quả, nhưng sở hữu tập trung bởi các quỹ đầu tư không giúp cải thiện hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Pivovarsky (2001) khẳng định các doanh nghiệp được tư nhân hóa có sở hữu tập trung bởi các công ty và ngân hàng nước ngoài có hiệu quả hoạt động tốt hơn các doanh nghiệp có sở hữu tập trung bởi các nhà đầu tư trong nước. Trái ngược với các kết quả nghiên cứu ở trên, Dean và Andreyeva (2001) lập luận sở hữu tập trung bởi những người bên trong công ty sẽ giúp công ty hoạt động hiệu quả hơn. Hơn thế nữa, Walsh và Whelan (2001) phân tích các công ty với chủ sở hữu chính là các nhà đầu tư bên ngoài hoạt động hiệu quả hơn các công ty mà chủ sở hữu chính là các nhà đầu tư bên trong công ty hoặc các DNNN. Cuối cùng, theo Claessens và Djankov (1999b), việc bổ nhiệm giám đốc mới cho các doanh nghiệp sau tư nhân hóa sẽ giúp các doanh nghiệp có sự cải thiện tốt hơn về tỉ suất lợi nhuận và năng suất lao động.

Liên quan đến chương trình CPH ở VN, Trương và cộng sự (2006) sử dụng bộ dữ liệu của 121 DNNN đã được CPH và 84 DNNN chưa được CPH trong giai đoạn 1993–2002 để đo lường ảnh hưởng của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Sử dụng phương pháp so sánh trước-sau và phương pháp khác biệt trong khác biệt (DID), kết quả nghiên cứu cho thấy tỉ suất lợi nhuận (đo bởi các chỉ tiêu: Thu nhập trước thuế trên tài sản, thu nhập trước thuế trên doanh thu, và thu nhập trước thuế trên vốn chủ sở hữu), doanh thu thực của doanh nghiệp và thu nhập của người lao động đều gia tăng sau CPH (tất cả đều có ý nghĩa ở mức 1%). Thêm vào đó, dựa trên kết quả kiểm định thống kê các tác giả đã đi đến kết luận CPH không ảnh hưởng đến tỉ số nợ và số lượng lao động trong các doanh nghiệp. Cuối cùng, bằng phương pháp phân tích hồi quy, nghiên cứu này đã xác định được một số nhân tố ảnh hưởng đến sự cải thiện về hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sau CPH, đó là: Tỉ lệ sở hữu nhà nước trong các doanh nghiệp, kiểm soát công ty, quy mô doanh nghiệp và việc niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán.

Ngô và cộng sự (2015) đo lường hiệu quả của CPH với bộ số liệu gồm 309 DNNN đã được CPH trong năm 2006. Nghiên cứu này áp dụng hai phương pháp phân tích bao gồm so sánh khác biệt trong khác biệt với các biến kiểm soát và phương pháp ghép cặp

điểm xu hướng. Tác giả cho rằng việc sử dụng hai phương pháp này có thể góp phần khắc phục điểm yếu trong các nghiên cứu trước đó bao gồm tính không ngẫu nhiên của mẫu nghiên cứu cũng như việc loại trừ sự tác động đồng thời của các biến khác đối với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bên cạnh yếu tố tư nhân hóa. Kết quả của nghiên cứu cho thấy việc CPH giúp cho các doanh nghiệp nâng cao tỉ suất lợi nhuận sau CPH.

Tóm lại, các nghiên cứu thực nghiệm đã thống nhất chỉ ra tư nhân hóa (CPH ở VN) có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, các bằng chứng còn cho thấy cấu trúc sở hữu và kiểm soát công ty là những nhân tố quan trọng giải thích cho sự cải thiện về hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sau CPH. Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu được lược khảo ở trên đều gặp phải những hạn chế về mặt phương pháp nghiên cứu. Cụ thể là, phương pháp so sánh trước-sau tuy đo lường được ảnh hưởng của tư nhân hóa đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp nhưng không loại trừ được ảnh hưởng của những nhân tố khác xảy ra đồng thời đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Phương pháp so sánh hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp đã tư nhân hóa với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp nhà nước (phương pháp so sánh có-không có) và thậm chí là cả phương pháp DID gặp phải hạn chế về sai lệch trong chọn mẫu. Ở nhiều nước, đặc biệt là ở VN, các doanh nghiệp được đưa vào danh sách để tư nhân hóa (CPH) thường được lựa chọn không ngẫu nhiên mà theo các tiêu chí đã định sẵn tùy thuộc vào các mục tiêu kinh tế, chính trị và xã hội ở từng giai đoạn. Những hạn chế ở trên về phương pháp nghiên cứu có thể dẫn đến các sai lệch trong kết quả nghiên cứu. Ngo và cộng sự (2015) đã cố gắng khắc phục điểm yếu này bằng cách sử dụng phương pháp ghép cặp điểm xu hướng, tuy nhiên nghiên cứu này chỉ sử dụng số liệu gồm các doanh nghiệp được CPH trong năm 2006 và gặp hạn chế trong việc kiểm soát sự ảnh hưởng đồng thời của các biến liên quan đến sự thay đổi của hệ thống quản trị cũng như cơ cấu sở hữu đến hiệu quả doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng phương pháp ghép cặp theo xu hướng. Sau khi thực hiện việc ghép cặp giữa doanh nghiệp đã CPH trong nhóm can thiệp với DNNN không thực hiện CPH có cùng đặc điểm trong nhóm đối chứng, tiếp đến tác giả sử dụng phương pháp khác biệt trong khác biệt để so sánh hiệu quả của hai nhóm được ghép cặp này. Việc thực hiện phương pháp DID cho 2 nhóm có-không có cổ phần hóa có thể dẫn đến kết quả sai lệch do chỉ so sánh trung bình giữa 2 nhóm này. Do đó, khi sử dụng phương pháp khác biệt trong khác biệt để so sánh hiệu quả của hai nhóm được ghép cặp, tác giả tận dụng được ưu điểm của cả 2 phương pháp PSM và DID so với các nghiên cứu trước đây.

3. Số liệu sử dụng và phương pháp nghiên cứu

3.1. Số liệu sử dụng

Tác giả sử dụng bộ dữ liệu bảng (Panel Data) giai đoạn 2005–2012 trích từ bộ dữ liệu điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê VN từ năm 2005 đến năm 2012. Bộ dữ liệu này bao gồm các số liệu về tài chính và nhiều thông tin khác có liên quan đến các doanh nghiệp thuộc nhiều loại hình khác nhau ở VN. Nhóm can thiệp (Treatment Group) được chọn để nghiên cứu là các DNNN được CPH trong khi nhóm đối chứng (Control Group) là các DNNN chưa được CPH trong giai đoạn 2007–2010.

Để xác định nhóm can thiệp, tác giả dựa trên thông tin về sự thay đổi loại hình doanh nghiệp qua các năm. Theo đó, những doanh nghiệp nào thay đổi loại hình doanh nghiệp từ nhóm DNNN (bao gồm công ty nhà nước trung ương, công ty nhà nước địa phương, công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên 100% vốn nhà nước trung ương và công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên 100% vốn nhà nước địa phương) trong năm 2006 sang nhóm công ty cổ phần (bao gồm công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn có vốn nhà nước trên 50%, công ty cổ phần không có vốn nhà nước và công ty cổ phần có vốn nhà nước dưới 50%) trong năm 2007 sẽ được xác định là doanh nghiệp CPH năm 2007. Việc thực hiện này được tiến hành tương tự để xác định những doanh nghiệp CPH trong năm 2008, 2009 và 2010. Kết quả là nhóm can thiệp gồm có 301 doanh nghiệp, trong đó số doanh nghiệp CPH trong năm 2007, 2008, 2009 và 2010 tương ứng là 116, 52, 64 và 69.

Nhóm đối chứng trong nghiên cứu này gồm có 127 doanh nghiệp bao gồm các doanh nghiệp nhà nước không thay đổi trong giai đoạn nghiên cứu 2007–2010. Để đo lường ảnh hưởng của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp, giá trị trung bình của từng chỉ tiêu tài chính cho giai đoạn sau CPH (năm $t+1$ đến năm $t+2$) và giai đoạn trước CPH (năm $t-2$ đến năm $t-1$) sẽ được tính toán.

3.2. Cơ cấu mẫu nghiên cứu

Theo Nghị định 44/1998/ND-CP, ban hành vào tháng 6/1998, và Nghị định 64/2002/ND-CP, ban hành vào tháng 6/2002, DNNN được chọn lựa để CPH bao gồm: DNNN trung ương, DNNN địa phương và các DNNN khác. Trong mẫu nghiên cứu của tác giả, hơn 90% DNNN được cổ phần hóa trong giai đoạn 2007–2010 là các DNNN trung ương và DNNN địa phương. Loại hình công ty TNHH nhà nước trung ương và

công ty TNHH nhà nước địa phương được cổ phần hóa trong giai đoạn nghiên cứu chiếm tỉ lệ khá khiêm tốn (khoảng 10%).

Bảng 1

Cơ cấu mẫu theo loại hình doanh nghiệp trước khi cổ phần hóa

Loại hình doanh nghiệp	Năm cổ phần hóa							
	2007		2008		2009		2010	
	Số doanh nghiệp	%	Số doanh nghiệp	%	Số doanh nghiệp	%	Số doanh nghiệp	%
Doanh nghiệp nhà nước trung ương	62	53,4	25	48,1	39	60,9	30	43,5
Doanh nghiệp nhà nước địa phương	48	41,4	22	42,3	25	39,1	31	44,9
Công ty TNHH nhà nước trung ương	5	4,3	4	7,7	0	0,0	4	5,8
Công ty TNHH nhà nước địa phương	1	0,9	1	1,9	0	0,0	4	5,8
Tổng	116	100,0	52	100,0	64	100,0	69	100,0

Nguồn: Bộ số liệu điều tra doanh nghiệp 2005–2012 (GSO)

Sau khi cổ phần hóa, doanh nghiệp nhà nước được chuyển đổi thành CTCP, công ty TNHH có vốn nhà nước lớn hơn 50% chiếm tỉ lệ khá cao (48-61%) trong giai đoạn nghiên cứu. Việc chuyển đổi thành CTCP không có vốn nhà nước có xu hướng tăng dần từ năm 2007 đến năm 2010, trong khi đó việc chuyển đổi thành CTCP có vốn nhà nước từ 50% trở xuống lại có xu hướng giảm dần trong giai đoạn này.

Bảng 2

Cơ cấu mẫu theo tỉ lệ sở hữu của Nhà nước sau khi cổ phần hóa

Loại hình doanh nghiệp	Năm cổ phần hóa							
	2007		2008		2009		2010	
	Số doanh nghiệp	%	Số doanh nghiệp	%	Số doanh nghiệp	%	Số doanh nghiệp	%
CTCP, công ty TNHH có vốn nhà nước > 50%	71	61,2	30	57,7	31	48,4	42	60,9
CTCP có vốn nhà nước ≤ 50%	31	26,7	14	26,9	13	20,3	13	18,8
CTCP không có vốn nhà nước	14	12,1	8	15,4	20	31,3	14	20,3
Tổng	116	100,0	52	100,0	64	100,0	69	100,0

Nguồn: Bộ số liệu điều tra doanh nghiệp 2005–2012 (GSO)

3.3. Phương pháp nghiên cứu

Như đã trình bày ở trên, phương pháp so sánh trước-sau và phương pháp so sánh có-không có cũng như phương pháp DID có những hạn chế nhất định trong việc đo lường ảnh hưởng của tư nhân hóa (cổ phần hóa) đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Để khắc phục những hạn chế đó, tác giả sử dụng phương pháp ghép cặp điểm xu hướng (PSM - Propensity Score Matching) kết hợp với phương pháp DID. PSM là kỹ thuật được sử dụng để tạo ra 2 nhóm can thiệp và nhóm đối chứng tương đồng dựa vào giá trị xác suất dự đoán (Propensity Score) của mỗi cá thể. Giá trị xác suất dự đoán được xác định trên cơ sở các đặc điểm của từng cá thể bằng mô hình logit. Sau đó, mỗi cá thể trong nhóm can thiệp sẽ được ghép cặp (Matching) với một cá thể trong nhóm đối chứng có xác suất dự đoán gần giống nhau nhất rồi so sánh chúng với nhau. Khác biệt giữa cá thể trong nhóm can thiệp và cá thể trong nhóm đối chứng chính là tác động của chính sách hoặc chương trình. Ưu điểm của phương pháp này cho phép kiểm soát được các sai lệch trong chọn mẫu (đối với mẫu được chọn không ngẫu nhiên). Sau khi thực hiện việc ghép cặp, bên cạnh việc so sánh trung bình các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động của hai nhóm được ghép cặp, tác giả sẽ tiếp tục tiến hành áp dụng phương pháp DID để so sánh hiệu

qua hoạt động của hai nhóm này nhằm tận dụng những ưu điểm của cả hai phương pháp PSM và DID.

Để dự đoán được giá trị điểm xu hướng, mô hình hồi quy nhị phân (logit) được sử dụng cho từng năm cổ phần hóa. Biến phụ thuộc là biến nhị phân (nhận giá trị 1 nếu là DNNN đã được CPH, nhận giá trị 0 nếu là DNNN không thay đổi loại hình doanh nghiệp). Biến phụ thuộc gồm có hai biến số năm hoạt động và quy mô doanh nghiệp được lấy trung bình hai năm trước cổ phần hóa. Quy mô doanh nghiệp được đo lường bằng giá trị logarithm của số lượng lao động trong doanh nghiệp (Ngo & cộng sự, 2005). Sau đó, giá trị điểm xu hướng dự đoán được tính toán. Dựa trên giá trị điểm xu hướng, việc tiến hành ghép cặp (Matching) giữa mỗi cá thể trong nhóm can thiệp với một cá thể trong nhóm đối chứng có giá trị điểm xu hướng tương tự nhau sẽ được tiến hành. Tác giả sử dụng cách ghép cặp phổ biến gọi là Caliper Matching (0,1); theo đó, một cá thể trong nhóm đối chứng sẽ được ghép với cá thể trong nhóm can thiệp khi điểm xu hướng của hai cá thể này gần giống nhau nhất và sự khác biệt phải nằm trong khoảng điểm xu hướng cho phép, trong trường hợp này là 0,1. Sau đó, giá trị thể hiện hiệu quả của chính sách tác động, trong trường hợp này là hiệu quả của cổ phần hóa, thông qua việc so sánh các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động sau cổ phần hóa giữa nhóm can thiệp và nhóm đối chứng sẽ được tính toán.

Bên cạnh đó, để tận dụng ưu điểm của phương pháp DID bao gồm việc loại bỏ sự tác động của yếu tố thời gian đến hiệu quả hoạt động (qua thời gian, doanh nghiệp có thể tích lũy được nhiều kinh nghiệm hơn và vì thế hoạt động hiệu quả hơn) và loại bỏ được những tác động đến hiệu quả doanh nghiệp từ sự thay đổi của yếu tố vĩ mô (sự tự do hóa thương mại sâu rộng hơn theo lộ trình cam kết hoặc sự phát triển hơn của thị trường tài chính quốc gia theo thời gian), tác giả thực hiện phương pháp này đối với mẫu nghiên cứu đã được ghép cặp. Các nghiên cứu trước đây chỉ thực hiện DID đối với nhóm can thiệp và nhóm đối chứng chưa được ghép cặp và vì vậy việc đánh giá tác động chính sách sẽ phụ thuộc vào giá trị trung bình sự thay đổi của các chỉ tiêu tính toán của hai nhóm này. Nếu khoảng giá trị sự thay đổi của chỉ tiêu xem xét của hai nhóm này quá lớn sẽ dẫn đến kết quả so sánh dễ bị sai lệch. Đây cũng là một điểm đóng góp quan trọng trong nghiên cứu này so với các nghiên cứu trước đây.

Sự thay đổi trong hiệu quả hoạt động trước và sau khi cổ phần hóa bằng phương pháp DID được đo lường theo cách tính toán trong Bảng 3. Giá trị trung bình 2 năm của chỉ tiêu so sánh trước và sau CPH của từng nhóm so sánh sẽ được tính toán trước, sau đó là

việc thực hiện tính toán giá trị chênh lệch trước và sau CPH của từng nhóm này. Cuối cùng, giá trị chênh lệch trước và sau CPH giữa nhóm can thiệp và nhóm đối chứng được tính toán. Với phương pháp này, giá trị tìm được là kết quả của việc so sánh sự thay đổi trong từng chỉ tiêu tính toán của nhóm can thiệp và nhóm đối chứng.

Bảng 3

Phương pháp phân tích DID

	Giá trị trung bình 2 năm của chỉ tiêu so sánh trước CPH	Giá trị trung bình 2 năm của chỉ tiêu so sánh sau CPH	Chênh lệch trước và sau CPH	Chênh lệch trước và sau CPH giữa nhóm can thiệp và nhóm đối chứng
Nhóm can thiệp	PS(0)	PS(1)	DS=PS(1)-PS(0)	
Nhóm đối chứng	PG(0)	PG(1)	DG=PG(1)- PG(0)	DPG=DS-DG

Nhóm can thiệp trong nghiên cứu là các DNNN được cổ phần hóa trong giai đoạn 2007–2010 và nhóm đối chứng là các DNNN chưa được CPH. Trên cơ sở dữ liệu mà tác giả có được, các chỉ tiêu tài chính sau đây sẽ được sử dụng để đo lường hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp: Lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản (IBTA), lợi nhuận trước thuế trên doanh thu (IBTS), lợi nhuận trước thuế trên vốn chủ sở hữu (IBTE), vòng quay tổng tài sản, năng suất lao động, tỉ lệ nợ và số lượng lao động. Sở dĩ tác giả sử dụng lợi nhuận trước thuế thay cho lợi nhuận sau thuế để tính toán các chỉ tiêu về tỉ suất lợi nhuận là để loại trừ ảnh hưởng của thuế thu nhập doanh nghiệp khi so sánh hiệu quả hoạt động của các công ty với nhau (một số doanh nghiệp có thể được hưởng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp ưu đãi do đầu tư vào các ngành nghề hoặc địa bàn được ưu đãi về thuế). Chi tiết về các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp và thay đổi kì vọng của chúng sau cổ phần hóa được trình bày chi tiết ở Bảng 4.

Bảng 4

Diễn giải các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp và sự thay đổi kì vọng của các chỉ tiêu

Chỉ tiêu	Diễn giải	Thay đổi kì vọng
Lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản (IBTA)	Lợi nhuận trước thuế/Tổng tài sản	Tăng
Lợi nhuận trước thuế trên doanh thu (IBTS)	Lợi nhuận trước thuế/Doanh thu	Tăng
Lợi nhuận trước thuế trên vốn chủ sở hữu (IBTE)	Lợi nhuận trước thuế/Vốn cổ phần	Tăng
Vòng quay tổng tài sản (VQTS)	Doanh thu thuần/Tổng tài sản	Tăng
Năng suất lao động (NSLĐ)	Doanh thu/tổng số lao động	Tăng
Tỉ lệ nợ	Tổng nợ/Tổng tài sản	Giảm
Số lượng lao động (Lao động)	Tổng số lao động cuối năm	Giảm

Dựa vào các nghiên cứu trước đây, tác giả kì vọng sau CPH các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sẽ được cải thiện. Sự kì vọng này được dựa vào ba lí do: Thứ nhất, CPH sẽ làm cho giám đốc các doanh nghiệp tập trung vào mục tiêu lợi nhuận hơn là các mục tiêu khác bởi vì sau CPH, các nhà quản trị cao cấp của doanh nghiệp phải chịu trách nhiệm trực tiếp với các cổ đông (Yarrow, 1986). Thứ hai, cùng với việc CPH quyền quản lí doanh nghiệp được chuyển giao từ các cơ quan quản lí nhà nước cho giám đốc của doanh nghiệp; vì vậy, hiệu quả hoạt động của các công ty sẽ gia tăng thông qua việc sử dụng một cách hợp lí số lượng lao động của công ty và thực hiện một chính sách tiền lương hợp lí (Boycko & cộng sự, 1996). Thứ ba, sau CPH các doanh nghiệp sẽ sử dụng các nguồn vốn, máy móc thiết bị và công nghệ một cách hiệu quả hơn do không còn sự bao cấp của nhà nước (Kikeri & cộng sự, 1992; Boycko & cộng sự, 1996).

Đồng thời, tác giả kì vọng tỉ lệ nợ sẽ giảm sau CPH. Các DNNN thường có nhiều chính sách ưu đãi trong việc vay vốn từ hệ thống Ngân hàng Nhà nước và có thể dễ dàng hơn trong việc được nhận bảo lãnh nợ của Chính phủ. Đối với các doanh nghiệp có vốn tư nhân, quyết định đầu tư phải theo nguyên tắc tỉ suất đầu tư biên tế mong đợi phải bù đắp được chi phí vốn biên tế và chi phí vốn là giá trị trung bình có trọng số giữa tỉ suất

lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu và chi phí vốn vay theo giá thị trường. Các doanh nghiệp sau khi được CPH phải hoạt động theo quy luật thị trường khi quyết định mức đầu tư hoặc quyết định phương pháp huy động vốn. Chi phí vốn của doanh nghiệp có thể gia tăng khi không còn sự bảo lãnh nợ của chính phủ và do vậy việc vay vốn quá nhiều sẽ dẫn đến nguy cơ phá sản tăng cao. Ngoài ra, là một công ty cổ phần, các công ty này còn có một kênh huy động khác có chi phí vốn thấp hơn là huy động vốn đầu tư từ các nhà tư trên thị trường vốn. Vì những lí do nêu trên, tác giả cho rằng khả năng tái cơ cấu nguồn vốn theo hướng giảm tỉ lệ vốn vay sau CPH có thể xảy ra. Nhiều nghiên cứu trước đây, chẳng hạn như Mathur và Banchuenvijit (2006), Omran (2004), Sun và Tong (2002) đã tìm thấy bằng chứng về việc sụt giảm của tỉ lệ nợ sau CPH.

Bên cạnh đó, số lượng lao động cũng được kì vọng giảm sau CPH. Ngoài mục tiêu hoạt động vì lợi nhuận, các DNNN còn có nhiệm vụ đảm bảo những mục tiêu kinh tế - xã hội của Nhà nước. Do đó, lực lượng lao động ở các DNNN có thể được duy trì ở mức cao. Sau CPH, khi không còn nhận được sự hỗ trợ của Nhà nước nữa, để đạt được mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận, các doanh nghiệp buộc phải sắp xếp lại lao động phù hợp với hoạt động của đơn vị và do vậy số lượng lao động có thể bị giảm xuống.

Hơn thế nữa, tác giả kì vọng trong trường hợp CPH góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp, sự cải thiện đó có thể khác nhau giữa các nhóm doanh nghiệp khác nhau. Vì thế, trong bước kế tiếp tác giả chia mẫu nghiên cứu theo từng cặp dựa trên các tiêu chí mà tác giả cho rằng có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sau CPH.

Đầu tiên, tác giả chia các công ty cổ phần thành hai nhóm, nhóm các công ty lớn và nhóm các công ty nhỏ và vừa, dựa trên số lượng lao động bình quân của hai năm trước CPH. Theo Nghị định số 90/2001/ND-CP của Chính phủ, những công ty có vốn đăng kí dưới 10 tỉ đồng hoặc có số lao động bình quân hàng năm dưới 300 được phân loại là doanh nghiệp nhỏ và vừa. Tác giả kì vọng các công ty nhỏ và vừa sẽ có sự cải thiện tốt hơn trong hiệu quả hoạt động so với nhóm những công ty lớn vì các công ty nhỏ và vừa sẽ dễ tái cấu trúc và điều chỉnh việc kinh doanh hơn những công ty lớn. Thêm vào đó, ở VN, tỉ lệ cổ phiếu nhà nước nắm giữ trong các công ty CPH có quy mô nhỏ thường thấp hơn so với các công ty có quy mô lớn. Tuy nhiên, nhiều công trình nghiên cứu chỉ ra phần trăm cổ phiếu nhà nước nắm giữ trong các công ty được CPH sẽ có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của các công ty sau CPH. Kết quả nghiên cứu của nhiều công trình đã được công bố chỉ ra cơ cấu sở hữu trong

các công ty cổ phần đóng vai trò hết sức quan trọng trong việc cải thiện hiệu quả hoạt động của các công ty sau CPH. Để đo lường các tác động này, tác giả chia các công ty thành hai nhóm theo từng năm CPH: Nhóm các công ty có tỉ lệ sở hữu nhà nước trung bình hai năm sau CPH dưới mức trung vị của chỉ tiêu này và nhóm các công ty với tỉ lệ sở hữu nhà nước trung bình hai năm sau cổ phần hóa từ mức trung vị trở lên. Mức trung vị tỉ lệ sở hữu nhà nước bình quân hai năm sau CPH của các doanh nghiệp CPH năm 2007 đến 2010 tương ứng là 58, 51, 40 và 50%. Tác giả kì vọng nhóm thứ nhất sẽ có cải thiện tốt hơn trong hiệu quả hoạt động so với nhóm thứ hai.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Tác động của CPH đến hiệu quả hoạt động của các công ty cho toàn bộ mẫu nghiên cứu

Như đã trình bày ở trên, điểm mới nổi bật trong nghiên cứu này là tác giả tiến hành ghép cặp doanh nghiệp CPH với doanh nghiệp chưa tiến hành CPH có cùng đặc điểm, trong trường hợp này là theo quy mô và thời gian hoạt động. Sau đó, tiến hành đánh giá hiệu quả của CPH thông qua việc so sánh hiệu quả hoạt động giữa hai nhóm này. Bảng 5 trình bày kết quả phân tích cho cả hai phương pháp PSM và DID. Sau khi thực hiện ghép cặp bằng phương pháp PSM (sử dụng giá trị trung bình của quy mô doanh nghiệp và biến thời gian hoạt động trước CPH để dự đoán giá trị điểm xu hướng), tác giả so sánh giá trị trung bình hai năm sau CPH các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động của nhóm DNNN được CPH (nhóm can thiệp) và nhóm doanh nghiệp chưa được CPH (nhóm đối chứng). Tiếp theo, nhằm tận dụng ưu điểm của phương pháp PSM và DID, dựa trên mẫu nghiên cứu đã được ghép cặp, tác giả tiến hành so sánh giá trị thay đổi trước-sau cổ phần hóa giữa nhóm đối chứng và nhóm can thiệp trong từng năm bằng phương pháp khác biệt trong khác biệt.

Bảng 5
Kết quả phân tích của hai phương pháp PSM và DID

Chi tiêu	2007		2008		2009		2010	
	PSM	DID	PSM	DID	PSM	DID	PSM	DID
Khả năng sinh lời (tỉ suất lợi nhuận)								
ITBA	0,012	0,008	0,001	-0,032	0,065***	0,036*	0,035*	0,077
ITBE	-0,012	-0,005	-1,045	-0,577	0,063	-0,066	0,006	0,021
ITBS	0,215*	0,228**	0.03	0,015	0,098**	0,027	0,220	0,175
VQTS	-1,658**	-0,690*	-1,448***	-0,484	-1,349***	-0,413	-1,173	0,134
NSLD	-185	215	-460	-136	452	815	159	349
Tỉ lệ nợ	-0,043	-0,039	-0,094	-0,077	-0,169**	-0,082*	-0,237	-0,154
Lao động	-73	-65**	-121	-128*	-4	-23	-2	-79

***, **, *: Có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%.

Khả năng sinh lời (tỉ suất lợi nhuận)

Khả năng sinh lời là một chỉ tiêu quan trọng để đo lường hiệu quả hoạt động của công ty. Kết quả nghiên cứu từ phương pháp PSM chỉ ra doanh nghiệp được CPH năm 2007, 2009 và 2010 có khả năng sinh lời sau CPH cao hơn DNNN chưa được CPH (thu nhập trước thuế trên tài sản, IBTA và thu nhập trước thuế trên doanh thu, IBTS). Cụ thể, trung bình thu nhập trước thuế trên doanh thu (IBTS) giai đoạn 2008-2009 của các doanh nghiệp được CPH năm 2007 cao hơn 21,5% so với DNNN chưa được CPH có cùng đặc điểm (chỉ tiêu này tăng 9,8% tương ứng cho doanh nghiệp được CPH năm 2009). Thu nhập trước thuế trên tổng tài sản (ITBA) sau CPH của doanh nghiệp được CPH năm 2009 và 2010 cao hơn doanh nghiệp chưa được CPH tương ứng ở mức 6,5% và 3,5%. Kết quả phân tích từ phương pháp DID cho thấy tỉ lệ thay đổi thu nhập trước thuế trên doanh thu (ITBS) trước và sau CPH của nhóm doanh nghiệp CPH năm 2007 cao hơn 6,8% so với nhóm DNNN chưa được CPH (chỉ tiêu này tương ứng cho doanh nghiệp CPH năm 2009 là 3,6%). Những kết quả

này phần nào đã khẳng định rằng CPH ở VN đã có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của các công ty được CPH.

Tỉ lệ nợ

Nhiều học giả tin rằng tỉ số nợ của các công ty sẽ giảm sau khi tiến hành CPH do sau CPH thu nhập giữ lại của công ty sẽ cao hơn và những công ty có thể phát hành thêm cổ phiếu để huy động thêm vốn khi cần thiết. Ở VN, tác giả phát hiện có sự suy giảm trong tỉ số nợ và sự suy giảm này có ý nghĩa về mặt thống kê trong năm 2009. Cụ thể là trung bình hai năm tỉ lệ nợ sau CPH của doanh nghiệp được CPH năm 2009 giảm 16,9% so với nhóm DNNN chưa được CPH (phương pháp PSM). Sự thay đổi của tỉ lệ nợ trước-sau CPH của DNNN được CPH năm 2009 cũng thấp hơn 6,9% so với nhóm DNNN chưa được CPH (phương pháp DID). Như vậy, kết quả này cung cấp thêm bằng chứng cho thấy sự ảnh hưởng của CPH đến tỉ số nợ của các công ty sau CPH. Sau CPH, do không còn những chính sách ưu đãi khi tiếp cận vốn vay, một số công ty đã thay đổi cơ cấu vốn theo hướng giảm tỉ lệ vốn vay và tận dụng các nguồn vốn khác có chi phí vốn thấp hơn, chẳng hạn như phát hành thêm cổ phiếu.

Số lượng lao động

Ảnh hưởng của tư nhân hoá đến tình hình lao động trong các công ty được ghi nhận trong các nghiên cứu trước đây còn chưa rõ ràng. Một vài nhà nghiên cứu (Megginson & cộng sự, 1994; Boubakri & Cosset, 1998) chỉ ra sau tư nhân hoá số lao động trong các công ty đã tăng lên trong khi một số học giả khác (La Porta & López-De-Silanes, 1999; Harper, 2002) lại cho rằng tư nhân hoá đã dẫn đến một sự sụt giảm đáng kể trong số lượng lao động. Kết quả nghiên cứu khá phù hợp kết luận của La Porta và López-De-Silanes (1999) và Harper (2002) hàm ý số lượng lao động giảm xuống sau cổ phần hoá. Sự thay đổi này có ý nghĩa thống kê khi thực hiện phương pháp DID cho các doanh nghiệp được CPH năm 2007 và 2008. Cụ thể, số lao động trước-sau cổ phần hóa của các DNNN được CPH năm 2007 thấp hơn 65 người so với nhóm DNNN chưa được CPH. Chỉ tiêu này tương ứng cho các doanh nghiệp được CPH năm 2009 là giảm 128 người. Số lượng lao động trong các công ty giảm xuống sau CPH có thể là kết quả của cơ cấu lại lao động nhằm duy trì mức lao động hợp lý của các công ty sau CPH.

Vòng quay tài sản và năng suất lao động

Kết quả nghiên cứu được trình bày ở Bảng 5 cho thấy năng suất lao động sau CPH của nhóm doanh nghiệp được CPH năm 2007, 2008 và 2010 cao hơn nhóm doanh nghiệp chưa được CPH có cùng đặc điểm. Chỉ tiêu này đối với doanh nghiệp CPH năm 2009

lại thấp hơn nhóm doanh nghiệp chưa CPH. Tuy nhiên, sự thay đổi này không có ý nghĩa về mặt thống kê. Bên cạnh đó, không giống như kì vọng của tác giả, kết quả nghiên cứu chỉ ra vòng quay tài sản giảm xuống sau CPH đối với các doanh nghiệp được CPH năm 2007, 2008 và 2009 so với nhóm doanh nghiệp chưa CPH.

4.2. Tác động của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp theo từng nhóm

4.2.1. Tác động của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp theo quy mô

Trong phần này, nhằm đánh giá có hay không sự khác nhau về tác động của cổ phần hóa đối với các doanh nghiệp có quy mô lớn và các doanh nghiệp nhỏ và vừa, tác giả chia các công ty cổ phần thành hai nhóm dựa trên số lượng lao động bình quân của hai năm trước CPH. Các công ty nhỏ và vừa được kì vọng sẽ có sự cải thiện tốt hơn trong hiệu quả hoạt động so với nhóm những công ty lớn vì các công ty nhỏ và vừa sẽ dễ tái cấu trúc và điều chỉnh việc kinh doanh hơn những công ty lớn. Kết quả phân tích từ Bảng 6 và 7 cho thấy tác động của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp vừa và nhỏ và các doanh nghiệp lớn là tương đối giống nhau và tương tự với kết quả phân tích cho toàn bộ mẫu nghiên cứu.

Bảng 6

Kết quả phân tích của hai phương pháp PSM và DID cho các doanh nghiệp CPH có quy mô lớn

Chi tiêu	2007		2008		2009		2010	
	PSM	DID	PSM	DID	PSM	DID	PSM	DID
Khả năng sinh lời								
ITBA	0,012	0,007	-0,002	0,017	0,059*	0,014	0,026	0,053
ITBE	-0,819	-0,473	-1,151	-2,041	-0,376	0,275	0,153	0,169
ITBS	0,056*	0,068**	0,064	0,077	0,097*	0,100	0,357	0,394
VQTS	-0,180	-0,975**	-1,597**	-0,692*	0,330	-0,454	-0,668	-1,055
NSLD	186	435	-689	-148	321	565	764	514
Ti lệ nợ	0,027	0,015	0,047	-0,036	-0,299**	-0,273***	-0,069	-0,082

Chỉ tiêu	2007		2008		2009		2010	
	PSM	DID	PSM	DID	PSM	DID	PSM	DID
Lao động	35	-112*	-163	-287**	-53	-53	37	66

***, **, *: Có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%.

Bảng 7

Kết quả phân tích của hai phương pháp PSM và DID cho các doanh nghiệp CPH có quy mô nhỏ và vừa

Chỉ tiêu	2007		2008		2009		2010	
	PSM	DID	PSM	DID	PSM	DID	PSM	DID
Khả năng sinh lời								
ITBA	-0,027	-0,043	0,007	-0,056	0,045*	0,050*	0,013	-0,016
ITBE	0,244	-0,110	0,027	0,053	0,107	0,014	0,004	-0,326
ITBS	0,758	0,379	0,108	0,170	0,089**	0,068	0,044	-0,041
VQTS	-1,461*	-0,188	-1,314*	-0,230	-3,140**	-0,667	0,465	-0,032
NSLD	-588**	-93	-92	-395	-849	-92	441	14
Tỉ lệ nợ	-0,062**	-0,126	-0,131	-0,064	-0,128	-0,024	-0,303**	-0,092
Lao động	7	12	-20	-11	-36	-38**	36	23

***, **, *: Có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%.

4.2.2. Tác động của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp theo cấu trúc sở hữu

Nhiều nghiên cứu trước đây chỉ ra tỉ lệ cổ phiếu được Nhà nước nắm giữ trong các công ty CPH tương quan nghịch với hiệu quả hoạt động của các công ty sau CPH. Do đó, để đo lường các tác động này, nhóm nghiên cứu đã chia các công ty thành hai nhóm nhỏ theo từng năm cổ phần hóa: Nhóm các công ty với tỉ lệ sở hữu nhà nước trung bình hai năm sau CPH dưới mức trung vị của chỉ tiêu này và nhóm các công ty với tỉ lệ sở hữu nhà nước trung bình hai năm sau CPH từ mức trung vị trở lên. Tác giả kì vọng nhóm đầu sẽ có cải thiện tốt hơn trong hiệu quả hoạt động so với nhóm thứ 2.

Do hạn chế về mặt số liệu nên đối với nhóm doanh nghiệp được CPH có tỉ lệ sở hữu nhà nước trung bình hai năm sau CPH bằng mức trung vị trở lên, tác giả chỉ đo lường được tác động của CPH với nhóm doanh nghiệp được CPH năm 2007. Kết quả xử lý thống kê được trình bày ở Bảng 8 chỉ ra không có sự tác động của CPH đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp được CPH có tỉ lệ sở hữu nhà nước cao. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu ở Bảng 9 làm rõ những tác động tích cực của CPH đến khả năng sinh lời của nhóm doanh nghiệp được CPH có tỉ lệ sở hữu nhà nước trung bình hai năm sau CPH dưới mức trung vị cho cả giai đoạn nghiên cứu (2007–2010). Kết quả này có thể là do khi Nhà nước nắm giữ tỉ lệ cổ phiếu cao trong các doanh nghiệp CPH sẽ làm gia tăng chi phí đại diện (Agency Cost), chẳng hạn như sự can thiệp vào hoạt động hàng ngày của doanh nghiệp hoặc doanh nghiệp phải xem xét đến nhiều hơn những mục tiêu chính trị-xã hội bên cạnh mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận. Vì vậy, các doanh nghiệp được CPH có tỉ lệ sở hữu nhà nước càng thấp thì sự cải thiện trong hiệu quả hoạt động sau CPH càng cao. Ngoài ra, những tác động của CPH đến các chỉ tiêu khác (vòng quay tổng tài sản, năng suất lao động, tỉ lệ nợ và số lượng lao động) của 2 nhóm phân loại theo cấu trúc sở hữu tương đối giống với kết quả phân tích trong trường hợp cho toàn bộ mẫu nghiên cứu.

Bảng 8

Kết quả phân tích của hai phương pháp PSM và DID cho các doanh nghiệp CPH có tỉ lệ sở hữu nhà nước cao

Chỉ tiêu	2007	
	PSM	DID
Khả năng sinh lời		
ITBA	-0,004	-0,008
ITBE	-0,079	-0,047
ITBS	0,171	0,137
VQTS	-1,253*	-0,496
NSLD	22	274
Tỉ lệ nợ	-0,020	-0,052

Chỉ tiêu	2007	
	PSM	DID
Lao động	-120	-81

Ghi chú: Do số lượng doanh nghiệp trong nhóm đối chứng 2008–2010 quá nhỏ với cách phân loại này nên không tiến hành ghép cặp được

***, **, *: Có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%.

Bảng 9

Kết quả phân tích của hai phương pháp PSM và DID cho các doanh nghiệp CPH có tỉ lệ sở hữu nhà nước thấp

Chỉ tiêu	2007		2008		2009		2010	
	PSM	DID	PSM	DID	PSM	DID	PSM	DID
Khả năng sinh lời								
ITBA	0,035*	0,097*	0,045*	0,034*	0,050**	0,021	0,035*	0,077
ITBE	-0,067	-0,078	-0,215	0,916	0,046	0,073	0,006	0,021
ITBS	0,027	0,251*	-0,080	-0,081	0,119***	0,053*	0,220	0,174
VQTS	-1,042	0,225	-1,709***	-0,789*	-1,370***	-0,694	-1,173	0,134
NSLD	-1054	-13	-924***	-641	-692	-174	158	349
Tỉ lệ nợ	-0,306*	-0,316	-0,012	-0,045	-0,173*	-0,057	-0,237	-0,154
Lao động	482	53	18	-66	69	66	-3	-79

***, **, *: Có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%.

5. Kết luận

Nghiên cứu nhằm đo lường tác động của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở VN bằng cách sử dụng bộ số liệu điều tra doanh nghiệp của Tổng cục Thống kê. Mẫu nghiên cứu bao gồm 301 DNNN được CPH trong giai đoạn 2007–2010 và 127 DNNN chưa được CPH. Điểm mới nổi bật trong nghiên cứu này là tác giả đã tiến hành ghép cặp doanh nghiệp CPH với doanh nghiệp chưa được CPH có cùng đặc điểm, trong trường hợp này là theo quy mô và thời gian hoạt động. Sau đó, tiến hành việc đánh giá hiệu quả cổ phần hóa thông qua việc so sánh hiệu quả hoạt động đối với hai nhóm này.

Đồng thời, nhằm tận dụng ưu điểm của phương pháp PSM và DID, dựa trên mẫu nghiên cứu đã được ghép cặp, tác giả tiến hành so sánh giá trị thay đổi trước-sau cổ phần hóa giữa nhóm đối chứng và nhóm can thiệp trong từng năm bằng phương pháp so sánh khác biệt trong khác biệt.

Kết quả phân tích cho thấy lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản và lợi nhuận trước thuế trên doanh thu của các doanh nghiệp đã gia tăng một cách đáng kể sau CPH. Kết quả nghiên cứu bổ sung thêm giả thuyết cho rằng các công ty sẽ hoạt động có hiệu quả hơn sau khi được CPH. Bên cạnh đó, nghiên cứu này còn cung cấp các bằng chứng thực nghiệm thống nhất với phát hiện của La Porta và López-De-Silanes (1999), Harper (2002) rằng số lao động giảm xuống sau CPH. Sự thay đổi này có ý nghĩa thống kê khi thực hiện phương pháp DID cho các doanh nghiệp cổ phần hóa năm 2007 và 2008. Kết quả này bổ sung thêm bằng chứng việc cải thiện trong hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp được CPH một phần là do việc sa thải một số lượng lao động dư thừa trong các công ty đó. Ngoài ra, nghiên cứu này còn cho thấy tỉ số nợ của các công ty đã giảm sau CPH ■

Tài liệu tham khảo

- Boubakri, N., & Cosset, J. -C. (1998). The financial and operating performance of newly privatised firms: Evidence from developing countries. *Journal of Finance*, 53(3), 1081-1110.
- Boubakri, N., & Cosset, J. -C. (2002). Does privatisation meet the expectations in developing countries? A survey and some evidence from Africa. *Journal of African Economies*, 11(1), 111-140.
- Boubakri, Narjess, Cosset, J. -C. & Guedhami, O. (2004). Privatisation, corporate governance and economic environment: Firm-level evidence from Asia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 12(1), 65-90.
- Boycko, M., Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1996). A theory of privatisation. *Economic Journal*, 106(435), 309-319.
- Claessens, S., & Djankov, S. (2002). Privatization benefits in Eastern Europe. *Journal of Public Economics*, 83(2002), 307-324.
- Claessens, S., & Djankov, S. (1999a). Ownership concentration and corporate performance in the Czech republic. *Journal of Comparative Economics*, 27(3), 498-513.
- Claessens, S., & Djankov, S. (1999b). Enterprise performance and management turnover in the Czech Republic. *European Economic Review*, 43(4-6), 1115-1124.

- Dean, J. W., & Andreyeva, T. (2001). Privatisation, ownership structure and company performance: The case of Ukraine. *Journal for Institutional Innovation, Development and Transition*, 5, 62-72.
- Dewenter, K. L., & Malatesta, P. H. (2001). State-owned and privately owned firms: An empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity. *The American Economic Review*, 91(1), 320-334.
- D'Souza, J., & Megginson, W. L. (2001). The financial and operating performance of privatised firms during the 1990s'. *The Journal of Finance*, 54(4), 1397-1438.
- Frydman, R., Gray, C., Hessel, M., & Rapaczynski, A. (1999). When does privatization work? The impacts of private ownership on corporate performance in the transition economies. *Quarterly Journal of Economics*, 114(4), 1153-1191.
- Harper, J. T. (2002). The performance of privatized firms in the Czech Republic. *Journal of Banking & Finance*, 26(4), 621-649.
- Kikeri, S., Nellis, J., & Shirley, M. (1992). *Privatisation: The lessons of experience*, Washington, D.C.: The World Bank.
- La Porta, R., & López-de-Silanes, F. (1999). The benefits of privatisation: Evidence from Mexico. *Quarterly Journal of Economics*, 114(4), 1193-1241.
- Mathur, I., & Banchuenvijit, W. (2007). The effects of privatization on the performance of newly privatized firms in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 8(2), 134-146.
- Megginson, W. L., Nash, R. C., & Van Randenborgh, M. (1994). The financial and operating performance of newly privatised firms: an international empirical analysis. *Journal of Finance*, 49(2), 403-452.
- Megginson, W., & Netter, J. M. (2001). From state to market: A survey of empirical studies on privatisation. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321-389.
- Ngo, M. T., Nonneman, W., & Jorissen, A. (2015). Privatization of Vietnamese firms and its effects on firm performance. *Asian Economic and Financial Review*, 5(2), 202-217.
- Omran, M. (2004). The performance of state-owned enterprises and newly privatized firms: Does privatization really matter? *World Development*, 32(6), 1019-1041.
- Parker, D. & Kirkpatrick, C. (2005). Privatisation in developing countries: a review of the evidence and the policy lessons. *Journal of Development Studies*, 41(4), 513-541.
- Pivovarsky, A. (2001). How does privatization work? Ownership concentration and enterprise performance in Ukraine. *IMF Working Paper*, WP/01/42.
- Pohl, G., Anderson, R. E., Claessens, S., & Djankov, S. (1997). Privatization and restructuring in Central and Eastern Europe: Evidence and policy options. *World Bank Technical Paper*, 368. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=37369> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.37369>.
- Sun, Q., & Tong, H. S. (2002). Malaysian privatization: A comprehensive study. *Financial Management*, 31(4), 79-105.

- Truong, D. L., 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.
- Trương Đông Lộc, Võ Văn Dứt & Lê Long Hậu. (2006). Tác động của cổ phần hoá đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở đồng bằng sông Cửu Long. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 332, 64-70.
- Walsh, P., & Whelan, C. (2001). Firm performance and the political economy of corporate governance: Survey evidence for Bulgaria, Hungary, Slovakia and Slovenia. *Economic Systems*, 25(2), 85-112.
- Weiss, A., & Nikitin, G. (1998). Performance of Czech companies by ownership structure. *University of Michigan Davidson Institute Working Paper*, 186.
- Yarrow, G., King, M., Mairesse, J., & Melitz, J. (1986). Privatisation in theory and practice. *Economic Policy*, 1(2), 323-377.