

Tác động của cổ phần hóa đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở đồng bằng sông Cửu Long

TRƯƠNG ĐÔNG LỘC
VÕ VĂN DỨT
LÊ LONG HẬU

1. Giới thiệu chung

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 thực hiện một chương trình tư nhân hóa rộng lớn. Mục tiêu của chương trình này là cùng với việc chuyển giao quyền sở hữu doanh nghiệp từ nhà nước sang tư nhân sẽ giúp cho doanh nghiệp hoạt động tốt hơn. Ở Việt Nam, chương trình cổ phần hóa (CPH) được bắt đầu vào năm 1992 như là một phần trong chương trình sắp xếp lại doanh nghiệp nhà nước. Cùng với cả nước, các tỉnh ở khu vực đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL) đã bắt đầu triển khai chương trình này từ năm 1995. Tiếp theo nghiên cứu được đăng trên Tạp chí Nghiên cứu kinh tế số 317 (tháng 10-2004), trong bài viết này chúng tôi sẽ đi sâu phân tích ảnh hưởng của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở ĐBSCL. Việc phân tích được dựa trên số liệu của 37 công ty cổ phần được thu thập thông qua một cuộc điều tra được tiến hành vào năm 2004. Áp dụng phương pháp phân tích của Megginson, Nash và Randenborgh (1994), ảnh hưởng của CPH đến hiệu quả hoạt động của các công ty được xác định bằng cách so sánh các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động của thời kỳ sau CPH với giai đoạn trước CPH. Kế tiếp, để xác định nguồn gốc của sự thay đổi trong hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sau CPH, phương pháp phân tích hồi quy sẽ được áp dụng.

2. Phương pháp phân tích và các giả thuyết

Để đánh giá tác động của tư nhân hóa đến hiệu quả hoạt động của các công ty, nhiều công trình nghiên cứu đã áp dụng phương pháp so sánh các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động trước và sau CPH [Megginson, Nash và Randenborgh (1994), Boubakri và Cosset (1998), D'Souza và Megginson (2001), Harper (2002)]. Vì nghiên cứu đầu tiên được xuất bản sử dụng phương pháp này là của Megginson, Nash và Randenborgh (1994), nên phương pháp này được xem như là phương pháp MNR [Megginson và Netter (2001)]. Trong nghiên cứu này, chúng tôi áp dụng phương pháp MNR để đo lường tác động của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở ĐBSCL.

Để đo lường tác động của CPH đến hiệu quả hoạt động của các công ty, đầu tiên chúng tôi tính toán các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động cho mỗi công ty trong các năm trước và sau CPH. Sau đó, giá trị trung bình của từng chỉ tiêu được xác định cho giai đoạn trước CPH (năm -3 đến năm -1) và giai đoạn sau CPH (năm +1 đến năm +3). Vì năm CPH là năm chuyển tiếp (vừa là DNNN vừa là công ty cổ phần) nên năm này (năm 0) không được đưa vào phân tích trong nghiên cứu của chúng tôi.

Trước khi thực hiện các kiểm định về sự thay đổi có ý nghĩa trong hiệu quả hoạt động

Trương Đông Lộc, Võ Văn Dứt, Lê Long Hậu,
Trường Đại học Cần Thơ.

của các công ty cổ phần, chúng tôi đã áp dụng kiểm định Jarque-Bera để xác định xem các chỉ tiêu nghiên cứu trong mẫu điều tra có theo phân phối chuẩn hay không. Kết quả là (không được đề cập ở đây, nhưng có thể yêu cầu cung cấp từ nhóm nghiên cứu) giả thuyết H_0 (mẫu nghiên cứu có phân phối chuẩn) đã bị bác bỏ cho hầu hết các chỉ tiêu. Vì vậy, kiểm định Wilcoxon (kiểm định phi tham) đã được sử dụng để kiểm định sự thay đổi có ý nghĩa trong trung vị của các chỉ tiêu sau CPH¹.

Dựa vào các nghiên cứu trước đây, chúng tôi kỳ vọng rằng sau CPH, các chỉ tiêu đo lường khả năng sinh lời của các doanh nghiệp sẽ được cải thiện. Sự kỳ vọng này được dựa vào 3 lý 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 lý doanh nghiệp được chuyển giao từ các cơ quan quản lý nhà nước cho các giám đốc của doanh nghiệp, vì vậy, lợi nhuận của các công ty sẽ gia tăng thông qua việc sử dụng một cách hợp lý số lượng lao động của công ty và một chính sách tiền lương hợp lý (Boycko và các 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 và các cộng sự, 1992; Boycko và các cộng sự, 1996) và nhằm đạt được mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng rằng, doanh thu thực của các doanh nghiệp sẽ tăng sau CPH bởi vì sau CPH các doanh nghiệp có nhiều động lực, cơ hội đầu tư linh hoạt và chủ động hơn (Megginson và các cộng sự, 1994). Liên quan đến tỷ số nợ, việc chuyển đổi hình thức hoạt động từ DNNN sang công ty cổ phần được kỳ vọng là sẽ dẫn đến một sự sụt giảm trong tỷ số nợ của các công ty bởi vì, sau CPH các công ty không còn nhận được sự bảo lãnh của Nhà nước trong việc vay nợ

nên việc đi vay có thể sẽ khó khăn hơn, trong khi đó các công ty có thể huy động thêm vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu. Ngoài ra, nếu chi phí phá sản là lớn, một khi sự bảo lãnh của Chính phủ không còn, các công ty sẽ phải cắt giảm tỷ số nợ của mình (Boubakri và Cosset, 2002). Tương tự, chúng tôi kỳ vọng rằng số lượng lao động trong các công ty sau CPH sẽ giảm, bởi vì để đạt được mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận, các công ty buộc phải sắp xếp lại lao động dư thừa khi doanh nghiệp hoạt động dưới hình thức DNNN. Cuối cùng, một khi doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả hơn thì thu nhập của người lao động sẽ được cải thiện. Những diễn giải và thay đổi kỳ vọng của những chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động được kiểm định thể hiện trong bảng 1.

BẢNG 1: Diễn giải các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp và sự thay đổi kỳ vọng của chúng

Chỉ tiêu	Diễn giải	Thay đổi kỳ vọng
<i>Khả năng sinh lời</i>		
Thu nhập trước thuế trên tài sản (IBTA)	Thu nhập trước thuế trên tổng tài sản	Tăng
Thu nhập trước thuế trên doanh thu (IBTS)	Thu nhập trước thuế /doanh thu	Tăng
Thu nhập trước thuế trên chủ sở hữu (IBTE)	Thu nhập trước thuế/cổ phần	Tăng
<i>Hiệu quả sản xuất, kinh doanh</i>		
Hiệu quả doanh thu	Doanh thu thực/Số lao động	Tăng
Hiệu quả thu nhập	Thu nhập trước thuế/Số lao động	Tăng
<i>Doanh thu thực</i>		
	Doanh thu danh nghĩa/Chỉ số giá	Tăng
<i>Tỷ số nợ</i>		
	Tổng nợ/Tổng tài sản	Giảm
<i>Lao động</i>		
	Số lao động có ở thời điểm cuối năm	Giảm
<i>Thu nhập của người lao động</i>		
	Thu nhập hàng năm tính cho mỗi lao động	Tăng

1. Về mặt thống kê, kiểm định phi tham số Wilcoxon thích hợp hơn kiểm định t trong việc xác định sự khác biệt có ý nghĩa giữa 2 mẫu nghiên cứu khi chúng không có phân phối chuẩn.

hiệu quả của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở DBSCL.

Khả năng sinh lời

Khả năng sinh lời là một chỉ tiêu quan trọng để đo lường hiệu quả hoạt động của một công ty. Giống như những gì mà chúng tôi mong đợi, kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tất cả các tỷ số về khả năng sinh lời của doanh nghiệp (thu nhập trước thuế trên tài sản, thu nhập trước thuế trên vốn chủ sở hữu) đều tăng sau CPH. Cụ thể là, trung bình (trung vị) của IBTA đã tăng từ 8,33% (8,11%) trong giai đoạn trước CPH lên đến 12,72% (10,83%) trong giai đoạn sau cổ phần hóa. Tương tự, trung bình (trung vị) của IBTS gia tăng từ 6,15% (4,32%) lên đến 8,38% (5,26%), trong khi đó trung bình (trung vị) của IBTE tăng từ 17,55% (17,71%) lên đến 25,47% (22,94%). Tuy nhiên, chỉ có sự gia tăng ở chỉ tiêu IBTE là có ý nghĩa về mặt thống kê (ở mức ý nghĩa 5%). Những kết quả ở trên đã khẳng định rằng CPH đã có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ở DBSCL.

Hiệu quả sản xuất, kinh doanh

Để đo lường hiệu quả sản xuất, kinh doanh, chúng tôi sử dụng 2 chỉ tiêu: doanh thu được điều chỉnh theo mức lạm phát trên từng lao động và thu nhập trước thuế tính trên từng lao động. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng, các chỉ tiêu đo lường hiệu quả đều gia tăng sau CPH. Cụ thể là, trung bình (trung vị) của hiệu quả doanh thu đã tăng từ 411 (125) triệu đồng trong giai đoạn trước CPH lên đến 427 (186) triệu đồng trong giai đoạn sau cổ phần hóa. Tương tự, trung bình (trung vị) của hiệu quả thu nhập tăng từ 9 (7) triệu đồng trong giai đoạn trước CPH lên đến 17 (13) triệu đồng trong giai đoạn sau CPH. Về mặt thống kê, sự gia tăng ở chỉ tiêu hiệu quả thu nhập sau CPH là có ý nghĩa (ở mức 5%). Tuy nhiên, sự cải thiện trong chỉ tiêu

hiệu quả doanh thu lại không có ý nghĩa. Các kết quả này chỉ ra rằng các doanh nghiệp đã sử dụng nguồn lực của họ một cách hiệu quả hơn sau khi được CPH.

Doanh thu

Để đo lường tác động của CPH đến doanh thu, trong nghiên cứu này chúng tôi sử dụng chỉ tiêu doanh thu thực (doanh thu được thu thập từ báo cáo kết quả kinh doanh được điều chỉnh theo tỷ lệ lạm phát hàng năm). Tương tự như các chỉ tiêu đo lường hiệu quả, doanh thu thực của các công ty cổ phần cũng có một sự gia tăng sau CPH. Cụ thể là, trung bình (trung vị) của doanh thu thực đã tăng từ 47.764 (17.277) triệu đồng trong suốt thời kỳ trước CPH lên đến 71.504 (24.770) triệu đồng trong suốt thời kỳ sau CPH. Sử dụng kiểm định Wilcoxon, chúng tôi nhận thấy sự gia tăng của doanh thu thực sau CPH là không có ý nghĩa về mặt thống kê.

Tỷ số nợ

Nhiều học giả tin rằng tỷ 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 công ty có thể phát hành thêm cổ phiếu để huy động thêm vốn khi cần thiết. Ở khu vực DBSCL, chúng tôi nhận thấy rằng có một sự gia tăng trong tỷ số nợ của các công ty, tuy nhiên sự gia tăng này không có ý nghĩa về mặt thống kê. Cụ thể là, trung bình của tỷ số nợ tăng từ 49,07% trong giai đoạn trước CPH lên 51,46% trong những năm sau CPH. Như vậy, ảnh hưởng của CPH đối với tỷ số nợ của các công ty là không đáng kể. Tỷ số nợ của các công ty cổ phần vẫn còn khá cao sau CPH.

Lao động

Ảnh hưởng của tư nhân hóa đến số lượng 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, Nash và Randenborgh (1994), và Boubakri và Cosset (1998)] chỉ ra rằng sau tư nhân hóa, số lao động trong các công ty đã tăng lên, trong khi đó các học giả khác [La Porta

và López-De-Silanes (1999) và Harper (2002)] lại cho rằng tư nhân hóa đã dẫn đến một sự sụt giảm đáng kể trong số lượng lao động của các công ty. Kết quả nghiên cứu mà chúng tôi thu được thống nhất với những gì đã được khẳng định trong nghiên cứu của Megginson, Nash và Randenborgh (1994), và

Boubakri và Cosset (1998) rằng số lao động tăng lên trong suốt thời kỳ sau CPH. Cụ thể là, số lao động trung bình trong các công ty cổ phần đã tăng thêm 21 người sau CPH, từ 197 lên đến 218 người. Tuy nhiên, kiểm định Wilcoxon chỉ ra rằng sự gia tăng đó là không có ý nghĩa về mặt thống kê.

BẢNG 2: Kết quả kiểm định các giả thuyết về ảnh hưởng của CPH đến hiệu quả hoạt động của các công ty cho toàn bộ mẫu nghiên cứu

Chỉ tiêu	N	Trung bình (trung vị) trước CPH	Trung bình (trung vị) sau CPH	Trung bình (trung vị) chênh lệch	Giá trị thống kê Z cho khác biệt của trung vị (sau-trước)
Khả năng sinh lời IBTA	37	0,0833 (0,0811)	0,1272 (0,1083)	0,0439 (0,0272)	1,59
IBTS	37	0,0615 (0,0432)	0,0838 (0,0526)	0,0223 (0,0094)	1,37
IBTE	37	0,1755 (0,1771)	0,2547 (0,2294)	0,0792 (0,0523)	2,56 ^b
Hiệu quả sản xuất kinh doanh					
Hiệu quả doanh thu	37	411 (125)	427 (186)	16 61	0,71
Hiệu quả thu nhập	37	9 (7)	17 (13)	8 (6)	2,34 ^b
Doanh thu thực (triệu đồng)	37	47.764 (17.277)	71.504 (24.770)	23.740 (7.493)	0,64
Tỷ số nợ Tổng nợ/ Tổng tài sản	37	0,4907 (0,5451)	0,5146 (0,5348)	0,0239 (-0,0103)	0,30
Lao động (Số nhân viên)	37	197 (83)	218 (95)	21 (12)	0,54
Thu nhập hàng năm của người lao động (triệu đồng)	37	12 (11)	21 (15)	9 (4)	1,91 ^c

^{b, c}: Có ý nghĩa theo thứ tự ở mức 5% và 10%

Thu nhập của người lao động

Thu nhập của người lao động được xác định bằng thu nhập thực tế hàng năm của từng nhân viên có điều chỉnh theo tỷ lệ lạm phát. Kết quả nghiên cứu được trình bày ở bảng 2 chỉ ra rằng: thu nhập bình quân hàng năm của người lao động đã tăng từ 12 triệu đồng trong giai đoạn trước CPH lên đến 21 triệu đồng trong giai đoạn sau CPH. Hơn thế nữa, kiểm định Wilcoxon chỉ ra rằng sự gia tăng trong thu nhập hàng năm tính trên từng lao động là có ý nghĩa ở mức 10%. Một sự giải thích có lẽ thích hợp cho

sự gia tăng trong thu nhập của người lao động là việc cải thiện đáng kể trong năng suất lao động (các chỉ tiêu về hiệu quả sản xuất, kinh doanh) và khả năng sinh lời của các công ty sau khi tiến hành CPH. Ngược lại, sự gia tăng trong tiền lương và các động cơ khác của nhân viên (được sở hữu cổ phiếu của các công ty) thúc đẩy họ làm việc một cách có hiệu quả hơn. Điều này có thể là một nhân tố quan trọng làm cho khả năng sinh lời và hiệu quả sản xuất, kinh doanh của các công ty gia tăng sau khi CPH.

Tóm lại, kết quả nghiên cứu của chúng tôi khẳng định rằng CPH đã có những tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của các công ty. Thật vậy, lợi nhuận trước thuế trên vốn chủ sở hữu và hiệu quả thu nhập đã có một sự cải thiện có ý nghĩa sau CPH. Ngoài ra, các chỉ tiêu: lợi nhuận trước thuế trên tài sản, lợi nhuận trước thuế trên doanh thu và hiệu quả doanh thu cũng có một sự gia tăng sau CPH, mặc dù sự gia tăng này là không có ý nghĩa. Thêm vào đó, kết quả nghiên cứu của chúng tôi còn chỉ ra rằng tỷ số nợ của các công ty đã tăng lên sau CPH, dù rằng sự gia tăng này là không có ý nghĩa về mặt thống kê. Đặc biệt là chúng tôi không có bất kỳ bằng chứng nào để khẳng định sự sụt giảm về lao động trong những năm sau CPH. Cuối cùng, kết quả nghiên cứu khẳng định rằng CPH đã tạo nên một sự gia tăng có ý nghĩa về thu nhập cho người lao động trong các công ty cổ phần. Kết quả nghiên cứu của chúng tôi bác bỏ giả thuyết cho rằng: sự cải thiện trong hiệu quả hoạt động của các công ty sau CPH có nguồn gốc từ dư thừa lao động và trả lương quá mức cho nhân viên trong các DNNN trước đây [Walder

(1989); Boycko và cộng sự (1995) và Nguyễn Mạnh Cường (2004)], bởi vì chúng tôi nhận thấy khả năng sinh lời, việc làm và thu nhập của người lao động trong các công ty đều tăng lên sau CPH.

4. Các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ cải thiện trong các chỉ tiêu đo lường khả năng sinh lợi của doanh nghiệp sau CPH: kết quả phân tích hồi quy

Trong phần này chúng tôi sử dụng phương pháp phân tích hồi quy để đo lường các nhân tố ảnh hưởng đến sự thay đổi trong các chỉ tiêu đo lường khả năng sinh lợi của công ty sau CPH. Trong phương trình hồi quy, sự thay đổi của IBTA, IBTS và IBTE giữa hai thời kỳ trước và sau CPH được chọn làm các biến phụ thuộc. Các biến giải thích được đưa vào phương trình hồi quy bao gồm: quy mô của công ty [được đo lường bởi log (logarithm) của doanh thu thực trước CPH], sở hữu nhà nước trong các công ty cổ phần, ngành nghề sản xuất kinh doanh chính của công ty, vấn đề quản trị trong các công ty cổ phần. Diễn giải của những biến độc lập được trình bày trong bảng 3.

BẢNG 3: Diễn giải các biến độc lập được sử dụng trong phân tích hồi quy

Biến số	Diễn giải	Kỳ vọng
Quy mô công ty	Log của doanh thu trung bình trước CPH	Tỷ lệ nghịch
Sở hữu nhà nước	Phần trăm cổ phần được nắm giữ bởi Nhà nước tại đợt phát hành cổ phiếu đầu tiên.	Tỷ lệ nghịch
Thương mại và dịch vụ (TM-DV)	Biến giả, bằng 1 nếu doanh nghiệp hoạt động trong ngành thương mại và dịch vụ, ngược lại bằng 0.	Tỷ lệ thuận
Chủ tịch hội đồng quản trị (CTHĐQT)	Biến giả, bằng 1 nếu CTHĐQT công ty là người đại diện cho Nhà nước, ngược lại bằng 0.	Tỷ lệ nghịch

Phương trình hồi quy được sử dụng cho mỗi chỉ tiêu đo lường khả năng sinh lời của doanh nghiệp có dạng như sau:

$$PM_i = \alpha_0 + \beta_1 \text{ quy mô} + \beta_2 \text{ sở hữu nhà nước} + \beta_3 \text{ TM-DV} + \beta_4 \text{ CTHĐQT}$$

PM_i : chỉ tiêu đo lường khả năng sinh lời i .

Thống nhất với những gì đã kỳ vọng dựa trên các tài liệu đã có, phân tích hồi quy chỉ ra rằng có một mối quan hệ ngược chiều giữa sự thay đổi trong các chỉ tiêu đo lường khả năng sinh lời (Δ IBTA, Δ IBTS và Δ IBTE) và quy mô của công ty. Mối quan hệ này có thể được giải thích như sau: các công

ty nhỏ sẽ dễ tái cấu trúc và điều chỉnh việc kinh doanh hơn những công ty lớn sau CPH. Thêm vào đó, ở Việt Nam, tỷ lệ cổ phiếu Nhà nước nắm giữ trong các công ty CPH có qui mô nhỏ thường thấp hơn so với các công ty có qui mô lớn. Tuy nhiên, nhiều công trình nghiên cứu chỉ ra rằng phần trăm cổ phiếu Nhà nước nắm giữ trong các công ty cổ phần sẽ có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của các công ty sau CPH. Kết quả này cũng giống với kết quả nghiên cứu của Harper (2002) đối với các công ty cổ phần ở Cộng hòa Séc. Hơn thế nữa, kết quả phân tích hồi quy còn cho thấy sở hữu nhà nước có mối quan hệ tỷ lệ nghịch (ở mức ý nghĩa 10%) với sự thay đổi của IBTS. Cụ thể là, khi sở hữu nhà nước tăng thêm 1% sẽ làm cho Δ IBTS giảm 0,124%. Tương tự, sở hữu nhà nước cũng có ảnh hưởng tiêu cực đến sự thay đổi của IBTA và IBTE, mặc dù ảnh hưởng này là không có ý nghĩa về mặt thống kê. Trái ngược với những gì đã kỳ vọng, kết quả phân tích hồi quy cho thấy rằng các doanh nghiệp hoạt động trong ngành thương mại và dịch vụ đạt được sự

cải thiện thấp hơn các doanh nghiệp sản xuất ở tất cả các chỉ tiêu đo lường khả năng sinh lời sau CPH. Tuy nhiên, chỉ có sự khác biệt ở chỉ tiêu IBTE giữa hai nhóm doanh nghiệp là có ý nghĩa (ở mức 10%). Cụ thể là, sự cải thiện trong chỉ tiêu IBTE của nhóm các công ty hoạt động trong ngành thương mại và dịch vụ thấp hơn các công ty sản xuất là 6,41%. Cuối cùng, kết quả nghiên cứu của chúng tôi còn chỉ ra, các doanh nghiệp có CTHĐQT là người đại diện cho Nhà nước có sự cải thiện thấp hơn ở tất cả các chỉ tiêu đo lường khả năng sinh lời so với các doanh nghiệp có CTHĐQT là người đại diện cho các đối tượng khác. Ở đây cần lưu ý rằng chỉ có sự khác biệt ở chỉ tiêu IBTA giữa hai nhóm công ty là có ý nghĩa về mặt thống kê (ở mức 5%). Cụ thể là, các doanh nghiệp có CTHĐQT là người đại diện cho Nhà nước có sự cải thiện thấp hơn các doanh nghiệp có CTHĐQT là người đại diện cho các đối tượng khác ở chỉ tiêu IBTA là 6,45%. Trong các mô hình hồi quy, các biến độc lập giải thích 23,6% trong thay đổi của IBTA, 15,7 % của IBTS và 34,0% của IBTE.

BẢNG 4: Kết quả phân tích hồi quy

	Δ IBTA	Δ IBTS	Δ IBTE
Hàng số	37,164 (2,82) ^a	21,922 (2,76) ^a	70,059 (5,55) ^a
Quy mô	-2,396 (-2,46) ^b	-1,350 (-2,20) ^a	-5,031 (-4,87) ^a
Sở hữu nhà nước	-0,080 (0,73)	-0,124 (-1,73) ^c	-0,132 (-1,01)
Thương mại và dịch vụ	-3,434 (-1,32)	-1,928 (-1,13)	-6,405 (-1,99) ^c
CTHĐQT	-6,449 (-2,31) ^b	-1,151 (-0,60)	-6,384 (-1,67)
Số quan sát	37	37	37
R ² điều chỉnh	0,236	0,157	0,340
Kiểm định F	3,78 ^b	2,67 ^b	5,63 ^a

- ^a, ^b, ^c có ý nghĩa tương ứng ở mức 1%, 5%, và 10%.

- Giá trị kiểm định t trong ngoặc đơn.

5. Kết luận

Trong bài viết này, chúng tôi nghiên cứu tác động của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở ĐBSCL bằng cách sử dụng số liệu của 37 DNNN được CPH trong giai đoạn 1995-2000. Áp dụng phương pháp nghiên cứu của Megginson, Nash and Randenborgh (1994), chúng tôi nhận thấy khả năng sinh lời (được 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, hiệu quả sản xuất kinh doanh (hiệu quả doanh thu, hiệu quả thu nhập) và thu nhập của người lao động đều tăng sau CPH. Tuy nhiên, chỉ có sự gia tăng ở chỉ tiêu thu nhập trước thuế trên vốn chủ sở hữu, hiệu quả thu nhập và thu nhập của người lao động là có ý nghĩa về mặt thống kê. Các kết quả nghiên cứu này càng củng cố thêm giả thuyết cho rằng các công ty sẽ hoạt động có hiệu quả hơn sau khi được CPH. Thêm vào đó, thống nhất với các kết quả nghiên cứu của Megginson, Nash and Randenborgh (1994), Boubakri & Cosset (1998), và D'Souza & Megginson (1999), kết quả nghiên cứu của chúng tôi cũng chỉ ra rằng sau CPH số lượng lao động trong các công ty đã tăng lên, mặc dù sự gia tăng này là không có ý nghĩa về mặt thống kê. Kết quả này đi ngược lại với kết luận của một vài nghiên cứu trước đây khi cho rằng sự cải thiện trong hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần một phần là do việc sa thải một số lượng lao động dư thừa trong các công ty đó. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu còn cho thấy tỷ số nợ của các công ty cũng tăng sau CPH. Tuy nhiên, sự gia tăng đó là không có ý nghĩa về mặt thống kê.

Với những bằng chứng thu được về sự nâng cao hiệu quả của các công ty sau CPH, chúng tôi đã sử dụng phương pháp phân tích hồi quy để xác định nguồn gốc của sự cải thiện đó. Như đã kỳ vọng, kết quả phân tích hồi quy chỉ ra rằng quy mô công ty, sở hữu nhà nước có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với sự thay đổi của IBTA, IBTS và IBTE sau CPH. Ngoài ra, kết quả phân tích hồi quy còn cho thấy các công ty có CTHĐQT là người đại diện cho Nhà nước có sự cải thiện thấp hơn trong các chỉ

tiêu đo lường khả năng sinh lời sau CPH so với các công ty có CTHĐQT là người đại diện cho các nhà đầu tư tư nhân. Trái với những gì đã kỳ vọng, kết quả nghiên cứu của chúng tôi còn cho thấy các doanh nghiệp hoạt động trong ngành thương mại và dịch vụ đạt được sự cải thiện thấp hơn trong các chỉ tiêu đo lường khả năng sinh lời sau CPH so với các doanh nghiệp sản xuất./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Boubakri, Narjess and Jean-Claude Cosset, 1998. "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries," *Journal of Finance*, 53, 1081-1110.
2. Boubakri, Narjess and Jean-Claude Cosset, 2002. "Does Privatization Meet the Expectations in Developing Countries? A Survey and Some Evidence from Africa," *Journal of African Economies*, 11, 111-140.
3. Boycko, Maxim, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, 1996. "A Theory of Privatisation," *The Economic Journal*, 106, 309-319.
4. D'Souza, Juliet and William L. Megginson, 2001. "The Financial and Operating Performance of Privatized Firms during the 1990s," *The Journal of Finance*, 54, 1397-1438.
5. Harper, Joel T., 2002. "The Performance of Privatization Firms in the Czech Republic," *Journal of Banking & Finance*, 26, 621 - 649.
6. Kikeri, Sunita, John Nellis, and Mary Shirley, 1992. *Privatization: The Lessons of Experience*, The World Bank, Washington, D.C.
7. La Porta, Rafael and López-de-Silanes, Florencio, 1999. "The Benefits of Privatization: Evidence from Mexico," *Quarterly Journal of Economics*, 114, 1193-1241.
8. Megginson, William L., Robert C. Nash, and Matthias Van Randenborgh, 1994. "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis," *Journal of Finance*, 49, 403-452.
9. Megginson, William and Jeffrey M. Netter, 2001. "From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization," *Journal of Economic Literature*, 321-389
10. Nguyen, Manh Cuong, 2004, *Does Ownership Matter to Enterprise Performance? A Comparative Study of Private and State Enterprises in Vietnam's Textile-Garment Industry*, Shaker Publishing.
11. Trương Đông Lộc, Nguyễn Thị Diệu, Nguyễn Văn Ngân, 2004, "Cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước ở đồng bằng sông Cửu Long: thực trạng và giải pháp", Tạp chí Nghiên cứu kinh tế, 314 (tháng 10-2004).
12. Walder, A.G., 1989. "Factory and Manager in an Era of Reform," *China Quarterly*, 118, 242-264.
13. Yarrow, George, 1986. "Privatization in Theory and Practice", *Economic Policy*, 2, 324-364.