

# Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa ở các tỉnh miền Trung

**TS. Trần Thị Thanh Tú**

*Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội*

*Email: tutt76@yahoo.com*

**Ths. Phạm Việt Hùng**

*Đại học Kinh tế Quốc dân*

*Tài cơ cấu doanh nghiệp là một trong những vấn đề đang thu hút được nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu, hoạch định chính sách cũng như lãnh đạo doanh nghiệp, trong bối cảnh tái cơ cấu nền kinh tế ở Việt Nam. Cổ phần hóa các DNNN là một trong những biện pháp tái cơ cấu DNNN đã được thực hiện từ gần 15 năm qua, góp phần giúp các doanh nghiệp cải thiện đáng kể hiệu quả kinh doanh. Trong bài viết này, các tác giả nghiên cứu sự thay đổi của hiệu quả hoạt động tại các DNNN sau CPH ở vùng kinh tế trọng điểm miền Trung, trong đó, tập trung phân tích các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp này. Kết quả nghiên cứu cho thấy: các nhân tố chủ quan tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của DNNN sau CPH ở miền Trung là: tỷ lệ vốn Nhà nước sau CPH, giám đốc DN là người bên trong DN, công ty là công ty niêm yết trên TTCK; các nhân tố khách quan có tác động tích cực là: cơ sở hạ tầng và chính sách hỗ trợ của tỉnh. Các phát hiện này là cơ sở để đề xuất giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các DNNN sau CPH nói chung và ở miền Trung nói riêng.*

**Từ khóa:** Cổ phần hóa, Hiệu quả hoạt động, Doanh nghiệp nhà nước

## 1. Giới thiệu

Cổ phần hoá (CPH) các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) nhằm tạo ra sự chuyển biến cơ bản về tính chất sở hữu, từ sở hữu đơn nhất là Nhà nước sang đa dạng hoá hình thức sở hữu, trong đó chủ sở hữu có thể là Nhà nước hoặc tư nhân. Khi đó, cơ chế quản lý bao cấp Nhà nước sẽ hoàn toàn bị xoá bỏ, tạo áp lực buộc các DNNN đã CPH phải hoạt động theo nguyên tắc thị trường, từ đó, nâng cao hiệu quả hoạt động. Chính vì thế, hiệu quả hoạt động của các DNNN sau khi CPH hoạt động theo Luật doanh nghiệp cần được nghiên cứu một cách độc lập để so sánh, đối chiếu.

Có rất nhiều nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (DN) đã CPH, bao gồm các nhân tố từ chính doanh nghiệp và các nhân tố bên ngoài doanh nghiệp. Tuy nhiên, những nhân tố nào tác động tích cực, những nhân tố nào tác động tiêu cực? Việc nhận diện và đo lường các tác động này

sẽ giúp DNNN đã CPH nâng cao hiệu quả hoạt động, có ý nghĩa thiết thực không chỉ đối với các lãnh đạo doanh nghiệp, nhà đầu tư và cả các nhà hoạch định chính sách. Do đó, trên cơ sở kết quả điều tra khảo sát 100 DNNN đã CPH ở 3 tỉnh Miền Trung là Đà Nẵng, Bình Định và Huế, các tác giả đã tập trung phân tích, đánh giá hiệu quả hoạt động của DNNN đã CPH ở 3 tỉnh, và phân tích định lượng các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các DN này. Bài viết được cấu trúc thành 5 phần như sau: (i) phần 1 giới thiệu về lý do và mục đích nghiên cứu, (ii) phần 2 tổng quan các nghiên cứu trước có liên quan, (iii) phần 3 giới thiệu về phương pháp nghiên cứu, (iv) phần 4 trình bày các kết quả nghiên cứu và (v) phần cuối đưa ra các đề xuất và khuyến nghị.

## 2. Tổng quan các nghiên cứu trước

Đã có rất nhiều công trình nghiên cứu trên thế giới đánh giá các nhân tố ảnh hưởng tới hiệu quả

hoạt động của các doanh nghiệp đã cổ phần hóa. Hầu hết các bài viết đều tập trung nghiên cứu vào hai hướng chủ yếu: Thứ nhất là so sánh hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trước và đã cổ phần hóa. Thứ hai là đo lường ảnh hưởng của yếu tố cấu trúc sở hữu doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.

Khi so sánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trước và sau cổ phần hóa, hầu hết các nghiên cứu đều chỉ ra rằng các chỉ tiêu tài chính và hiệu quả hoạt động như lợi nhuận, sản lượng của các doanh nghiệp đều được cải thiện đáng kể đã cổ phần hóa. Megginson và cộng sự (2001) đã sử dụng bộ số liệu của 61 doanh nghiệp từ 12 quốc gia với 32 ngành công nghiệp khác nhau, trong đó đã cổ phần hóa toàn bộ hoặc cổ phần hóa một phần có thời gian ít nhất là 3 năm trong giai đoạn 1961- 1990. Các tác giả sử dụng kiểm định sự thay đổi của trung vị của các tỷ số đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trước và sau cổ phần hóa. Kết quả cho thấy, khả năng sinh lợi, hiệu quả hoạt động, doanh số thực tế, chỉ tiêu đầu tư, cổ tức đã tăng đáng kể ở các doanh nghiệp đã cổ phần hóa. Ngoài ra, số lượng việc làm cũng gia tăng đáng kể sau khi cổ phần hóa. Sử dụng phương pháp so sánh tỷ số hiệu quả tài chính và hiệu quả hoạt động trước và đã cổ phần hóa của 218 doanh nghiệp sở hữu nhà nước đã được cổ phần hóa từ năm 1983 đến năm 1991 tại Mexico, Laporta và Lopez (1999) chỉ ra rằng, tỷ lệ thu nhập từ hoạt động kinh doanh so với doanh thu và thu nhập ròng so với doanh thu tăng 24,1% và 40%. Ngoài ra, doanh thu cũng tăng hơn 53.4% so với trước cổ phần hóa. Ngược lại, tỷ số về lao động giữa DN đã cổ phần hóa so với trước cổ phần hóa giảm đáng kể, khoảng hơn 50%. Haper (2002) khi sử dụng mô hình hồi quy số liệu chéo với các biến ngành, quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài, tỷ lệ cổ phần hóa để giải thích cho sự thay đổi kết quả hoạt động doanh nghiệp cho 453 doanh nghiệp ở cộng hòa Séc. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, ROS (Doanh lợi doanh thu), lợi nhuận ròng và doanh thu đều tăng đáng kể và có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, ROA lại giảm đáng kể và các doanh nghiệp nhỏ thường có tỷ lệ lợi nhuận tăng cao hơn so với các doanh nghiệp có quy mô lớn.

Để đo lường ảnh hưởng của yếu tố cấu trúc sở hữu doanh nghiệp và yếu tố quản trị doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp, Smith, et. all (1997) sử dụng hàm sản lượng để đo

lượng hiệu ứng của tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài đối với hoạt động của doanh nghiệp trong trường hợp của Slovakia với 22,735 doanh nghiệp. Kết quả chỉ ra rằng, các doanh nghiệp có yếu tố sở hữu nước ngoài thường mang lại lợi nhuận cao hơn. Kết quả nghiên cứu của Claessens và Djankov (1999) cho thấy, tỷ lệ tư nhân hóa trong sở hữu doanh nghiệp có mối tương quan dương với lợi nhuận và năng suất lao động. Cụ thể nếu tỷ lệ sở hữu của Nhà nước giảm 10% thì năng suất lao động sẽ tăng lên 2% và lợi nhuận sẽ tăng 3%.

Về khía cạnh quản trị doanh nghiệp, Claessens và Djankov (1999) cũng sử dụng mẫu số liệu là 706 doanh nghiệp, sử dụng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất OLS, đã chỉ ra rằng, việc sử dụng ban lãnh đạo mới (đặc biệt với trường hợp ban lãnh đạo do các cổ đông bên ngoài trực tiếp bầu ra) sẽ giúp cho lợi nhuận cũng như năng suất lao động của doanh nghiệp được nâng cao. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu năm 1999 của Estrin và Rosevear đối với 150 doanh nghiệp của Ukraina lại đưa ra kết quả đối nghịch với các nghiên cứu trước. Sử dụng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS), nhóm tác giả chỉ ra rằng tỷ lệ sở hữu tư nhân không có mối tương quan với kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Hơn nữa, doanh nghiệp với cơ cấu sở hữu bao gồm cả thành phần bên ngoài không mang lại hiệu quả hoạt động tốt hơn so với các doanh nghiệp không có cổ đông bên ngoài, thậm chí là doanh nghiệp nhà nước.

Fredrik Soholm (2006) lại nhận định rằng hiệu quả của quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam còn rất hạn chế. Tác giả luận giải rằng cổ phần hóa ở Việt Nam chủ yếu tập trung vào các doanh nghiệp nhỏ và bởi vậy, nó khó có thể giải quyết tận gốc vấn đề hiệu quả của toàn bộ hệ thống doanh nghiệp nhà nước nói chung. Trên thực tế, Nhà nước vẫn còn duy trì quyền kiểm soát chi phối đối với nhiều doanh nghiệp đã cổ phần hóa. Việc tiếp tục duy trì quyền quản lý doanh nghiệp của các cơ quan chủ quản trước đây thuộc các bộ, ngành nhà nước có thể “tạo ra lực cản cho việc nâng cao hiệu quả quản lý trong doanh nghiệp”<sup>1</sup>. Hơn nữa, cách tiếp cận của Việt Nam về cổ phần hóa vẫn thiên về yếu tố nội bộ, tập trung trong phạm vi cán bộ công nhân viên trong doanh nghiệp và một số nhà đầu tư nhỏ lẻ bên ngoài mà ít có sự tham gia của các nhà đầu tư chiến lược. Fredrik cho rằng đây có thể không phải là cách tiếp cận tốt nhất cho bài toán cấu

trúc lại doanh nghiệp nhà nước bởi vì vẫn những con người cũ, nhà quản lý, cán bộ công nhân viên trước đây là những người có quyền lợi liên quan chủ yếu tới doanh nghiệp sau cổ phần. Như vậy, không có nhiều thay đổi trước và sau đổi mới nên khó có thể trông đợi một bước đột phá đã cổ phần hóa. Cơ sở lý luận trên được khẳng định qua nghiên cứu của Earle và Estrin (1996). Hai ông dựa trên phân tích kết quả thực tiễn đã cho rằng hoạt động của các doanh nghiệp sau cổ phần sẽ được cải thiện rõ nét hơn nếu có sự tham gia của nhiều cổ đông bên ngoài, đặc biệt là các nhà đầu tư chiến lược. Bởi lẽ doanh nghiệp có thể tận dụng các nguồn lực từ bên ngoài làm đòn bẩy kích thích sự phát triển của doanh nghiệp thông qua quá trình chuyển giao kỹ năng quản trị mới, vốn và công nghệ để giúp doanh nghiệp phát huy thế mạnh của mình.

Đối với quá trình cổ phần hóa ở Việt Nam, khi đánh giá về hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp đã cổ phần hóa, Trung Dong Loc, Ger Lanjouw và Robert Lensink (2006) sử dụng phương pháp so sánh trước và đã cổ phần hóa và phương pháp DID (Different In Different) để kiểm tra ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô và cổ phần hóa ảnh hưởng tới 121 doanh nghiệp ở Việt Nam, đã chỉ ra rằng sự gia tăng lợi nhuận của doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa thực sự xuất phát chính từ quá trình cổ phần hóa. Thứ nhất là do sau khi cổ phần hóa, giám đốc (cũng như các nhà quản lý) doanh nghiệp buộc phải tập trung vào mục tiêu lợi nhuận, bởi vì họ là người phải chịu trách nhiệm trước cổ đông về tỉ lệ lợi tức trên vốn cổ phần (Yarrow, 1986). Thứ hai, cổ phần hóa giúp chuyển giao quyền kiểm soát doanh nghiệp từ Nhà nước sang cho nhà quản trị chuyên nghiệp, điều này có thể kỳ vọng sự gia tăng lợi nhuận nhờ các biện pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp dưới hình thức cắt giảm chi phí lao động không hiệu quả, điều

mà trước đây các chính trị gia có thể tạo ra nhằm đảm bảo uy tín và mục tiêu bầu cử của mình (Boycko, et al., 1996).

Như vậy, hầu hết các nghiên cứu ngoài nước đều chỉ ra rằng, quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, cũng như việc cải cách quản lý doanh nghiệp sẽ nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp, đặc biệt là những doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Phương pháp thu thập tài liệu, thông tin

##### 3.1.1. Thông tin sơ cấp:

100 DNNN đã CPH (chiếm 90% tổng số DNNN) ở 3 tỉnh thuộc vùng kinh tế trọng điểm miền Trung đã được gửi Bảng hỏi điều tra về tác động của CPH và các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của DNNN sau CPH. Các bảng hỏi được thiết kế cho 2 nhóm đối tượng là lãnh đạo DNNN và cán bộ nhân viên, thời gian gửi và nhận lại bảng hỏi: từ tháng 5-8/2011.

Ngoài ra, 20 cuộc phỏng vấn sâu với các lãnh đạo Ủy ban tỉnh, Sở Kế hoạch đầu tư, Sở Tài chính và các viện nghiên cứu, giám đốc các DNNN tại 3 tỉnh cũng được thực hiện nhằm đánh giá các thông tin mang tính định tính về chủ trương, chính sách hỗ trợ DN sau CPH.

##### 3.1.2. Thông tin thứ cấp:

Các báo cáo tài chính của các DNNN đã CPH tại 3 tỉnh Huế, Đà Nẵng và Bình Định, trong 5 năm từ 2006-2010, từ Tổng Cục Thống kê.

#### 3.2. Mô hình nghiên cứu

*Xây dựng mô hình đánh giá tác động của các nhân tố tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp miền trung*

Từ các nghiên cứu trước, nhóm nghiên cứu đã lựa chọn xây dựng mô hình hồi quy OLS để đánh giá tác

**Bảng 1: Thống kê số phiếu điều tra tại 3 tỉnh miền Trung**

Địa phương	Tổng số phiếu cho lãnh đạo DN	Tổng số phiếu cho CBNV	Tỷ lệ (%)
Đà Nẵng	30	30	30
Huế	43	43	43
Bình Định	27	27	27
Tổng hợp	100	100	100

Nguồn: Kết quả điều tra của nhóm nghiên cứu, 2011

**Bảng 2: Định nghĩa biến giải thích và kỳ vọng tác động đến hiệu quả hoạt động của DN**

Tên biến	Định nghĩa	Kỳ vọng mối quan hệ với biến phụ thuộc
X1	Biến giả, nhận giá trị là 1 nếu giám đốc điều hành thay đổi tại DNNN đã cổ phần hóa, nhận giá trị 0 nếu ngược lại	+
X2	Biến giả, nhận giá trị là 1 nếu giám đốc điều hành của doanh nghiệp là người bên trong doanh nghiệp, nhận giá trị 0 nếu ngược lại	-/+
X3	Biến giả, 1 nếu doanh nghiệp đã phát hành thêm cổ phiếu, nhận giá trị 0 nếu ngược lại	+
X4	Biến giả, nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp đã niêm yết, nhận giá trị 0 nếu ngược lại	+
X5	Biến giả, nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp thuộc ngành thương mại và dịch vụ, nhận giá trị 0 nếu ngược lại	+
X6	Biến giả, nhận giá trị 1 nếu DN đã cổ phần hóa trước năm 2006, nhận giá trị 0 nếu ngược lại	+/-
X7	Vốn chủ sở hữu Nhà nước > 50%	+
X8	Quy mô DN – thể hiện bởi Số lượng lao động trong doanh nghiệp	+/-
X9	Biến giả, nếu địa phương có chính sách hỗ trợ DN, nhận giá trị bằng 1, ngược lại nhận giá trị 0	+
X10	Biến giả, cơ sở hạ tầng kinh tế, xã hội, địa lý	+/-

**Bảng 3: Định nghĩa biến phụ thuộc**

Tên biến	Định nghĩa
ROA	Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản
ROE	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu
ROS	Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu

quan hệ đến hiệu quả hoạt động của DN được mô tả trong Bảng 2.

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1. So sánh hoạt động của DNNN trước và sau khi CPH

#### 3.3. Mô hình hồi quy tuyến tính

$$ROA = a_1X_1 + a_2X_2 + a_3X_3 + a_4X_4 + a_5X_5 + a_6X_6 + a_7X_7 + a_8X_8 + a_9X_9 + a_{10}X_{10} \quad (1)$$

$$ROE = a_1X_1 + a_2X_2 + a_3X_3 + a_4X_4 + a_5X_5 + a_6X_6 + a_7X_7 + a_8X_8 + a_9X_9 + a_{10}X_{10} \quad (2)$$

$$ROS = a_1X_1 + a_2X_2 + a_3X_3 + a_4X_4 + a_5X_5 + a_6X_6 + a_7X_7 + a_8X_8 + a_9X_9 + a_{10}X_{10} \quad (3)$$

động của các nhân tố bên trong và bên ngoài đến hiệu quả hoạt động của các DNNN đã CPH tại 3 tỉnh miền Trung. Tuy nhiên, do điều kiện thu thập số liệu hạn chế nên nhóm nghiên cứu chỉ lựa chọn đưa vào mô hình 1 biến độc lập, trong đó có 8 biến là nhân tố bên trong DN và 2 biến là nhân tố bên ngoài DN. Định nghĩa các biến độc lập và kỳ vọng mối

Nhóm nghiên cứu đã thực hiện gửi bảng hỏi lấy ý kiến của lãnh đạo các DNNN đã CPH ở 3 tỉnh để đánh giá về sự thay đổi của DN trước và sau khi CPH, từ đó có cơ sở đưa ra các đề xuất, khuyến nghị để nâng cao hiệu quả hoạt động của DN, trên các khía cạnh sau: (i) lý do/ động lực CPH, (ii) khó khăn

**Bảng 4: Lý do cổ phần hóa**

Địa phương	Chính sách của tỉnh (%)	Nhu cầu về vốn (%)	Lợi ích từ thuế (%)	Khác (%)
Đà Nẵng	71.4	0.0	28.6	0.0
Huế	55.6	28.9	8.9	6.7
Bình Định	69.2	30.8	0.0	0.0

Nguồn: Kết quả điều tra của nhóm nghiên cứu, 2011



**Bảng 5: Khó khăn khi CPH**

Địa phương	Khó định giá DN	Xử lý nợ	Ý muốn chủ quan	C/S hỗ trợ của tỉnh chưa phù hợp
Đà Nẵng	21.4	35.7	25.0	17.9
Huế	35.9	38.5	2.6	23.1
Bình Định	40.7	33.3	22.2	3.7
Tổng hợp	33.0	36.2	14.9	16.0

Nguồn: Kết quả điều tra của nhóm nghiên cứu, 2011

**Bảng 6: Lợi ích sau khi CPH**

Địa phương	Quyền chủ động SXKD	Cơ chế quản lý tốt hơn	Nâng cao hiệu quả KD	Tăng năng suất lao động	Tăng thị phần, doanh thu
Đà Nẵng	7.1	14.3	35.7	17.9	25.0
Huế	37.8	20.0	22.2	13.3	6.7
Bình Định	6.5	22.6	38.7	16.1	16.1
Tổng hợp	20.2	19.2	30.8	15.4	14.4

Nguồn: Kết quả điều tra của nhóm nghiên cứu, 2011

khi CPH, (iii) Lợi ích sau khi CPH, (iv) bất lợi sau khi CPH, (v) nhân tố ảnh hưởng tích cực đã CPH, (vi) nhân tố ảnh hưởng tiêu cực đã CPH, (vii) kế hoạch tăng vốn đã CPH, (viii) mức độ tác động của các chính sách hỗ trợ của chính quyền địa phương, (ix) mức độ tác động của các Luật, (x) mức độ tác động của điều kiện tự nhiên, cơ sở hạ tầng.

Mức độ tác động được đánh giá dựa trên thang đo chẵn, từ 1 đến 6, trong đó, 1 là có tác động rất tiêu cực và 6 là có tác động rất tích cực. Giá trị đưa vào phân tích trong bài viết là giá trị trung bình tính toán dựa trên kết quả của bảng hỏi gửi đến lãnh đạo và cán bộ nhân viên của 100 DNNN đã CPH tại 3 tỉnh.

#### 4.2. Lý do cổ phần hóa của doanh nghiệp

Kết quả khảo sát cho thấy, có đến gần 70% các DN trả lời lý do CPH là do chính sách của tỉnh, thành phố. Trong khi đó, một trong những lý do quan trọng, về lý thuyết là DN thực hiện CPH là

tăng khả năng huy động vốn thì chỉ có gần 30% DN trả lời. Riêng ở Đà Nẵng, là tỉnh có các DN CPH sớm, để tận dụng hưởng lợi thuế vào cuối năm 2006 nên có hơn 28% DN cho biết đó là lý do thúc đẩy CPH.

#### 4.3. Khó khăn khi CPH

Để đánh giá một cách khách quan những khó khăn khi CPH, nhóm nghiên cứu đã đưa ra câu hỏi đối với lãnh đạo DN. Kết quả khảo sát cho thấy, khó khăn lớn nhất khi CPH là vấn đề xử lý nợ của các DN (chiếm hơn 34% DN trả lời), từ đó, ảnh hưởng đến định giá DN (hơn 36%), lành mạnh hóa tình hình tài chính của DN đã CPH. Tư tưởng chủ quan của chính lãnh đạo DN cũng được ghi nhận là một trong những khó khăn lớn (chiếm gần 14%), trong khi đó, chính sách hỗ trợ của chính quyền địa phương được 16% DN trả lời là khó khăn trong quá trình CPH.

**Bảng 7: Bất lợi sau khi CPH**

Địa phương	Quyền chủ động của ban lãnh đạo bị giảm	Dư thừa lao động	Giảm năng suất lao động	Giảm thị phần, doanh thu
Đà Nẵng	47.4	52.6	0.0	0.0
Huế	3.1	81.3	3.1	12.5
Bình Định	3.7	92.6	0.0	3.7
Tổng hợp	14.1	78.2	1.3	6.4

Nguồn: Kết quả điều tra của nhóm nghiên cứu, 2011

**Bảng 8: Nhân tố tích cực**

Địa phương	Tỷ lệ % vốn Nhà nước đã CPH	Tỷ lệ % cổ đông nước ngoài đã CPH	Cơ cấu vốn	Cơ cấu tài sản	Khả năng thanh toán
Đà Nẵng	18.7	17.3	21.3	24.0	18.7
Huế	14.8	8.1	25.9	24.4	26.7
Bình Định	25.3	16.8	25.3	7.4	25.3
Tổng hợp	19.0	13.1	24.6	19.0	24.3

Nguồn: Kết quả điều tra của nhóm nghiên cứu, 2011

#### 4.4. Lợi ích sau khi CPH

Theo đánh giá chủ quan của lãnh đạo DNNN đã CPH, lợi ích lớn nhất đã CPH là nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh (hơn 30% DN trả lời). Bên cạnh đó, các DN ở Huế đánh giá cao sự thay đổi về quyền chủ động trong sản xuất kinh doanh (37% DN). Các lợi ích khác như cơ chế quản lý tốt hơn, tăng năng suất lao động, tăng doanh thu, thị phần cũng được các lãnh đạo DN đánh giá cao.

#### 4.5. Bất lợi lớn nhất sau khi CPH

Một trong những bất lợi lớn nhất của CPH là vấn đề dư thừa lao động, có đến gần 80% DN trả lời. Điều này cũng phù hợp với đánh giá ở phần trên khi năng suất lao động được cải thiện đã CPH. Tuy nhiên, việc xử lý lao động dư thừa là vấn đề mà lãnh đạo DN cũng như chính quyền địa phương.

#### 4.6. Nhân tố ảnh hưởng tích cực đến hoạt động của DNNN đã CPH

Nhóm nghiên cứu cũng lấy ý kiến của các lãnh đạo DN về các nhân tố các tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của DN đã CPH, trong đó, nhóm nhân tố về cơ cấu vốn và khả năng thanh toán có ảnh hưởng tích cực lớn nhất (hơn 24% DN đồng tình), tỷ lệ vốn CSH của Nhà nước và cổ đông nước ngoài cũng là yếu tố tác động tích cực theo đánh giá của lãnh đạo DN (hơn 13-19% đồng tình).

#### 4.7. Kế hoạch tăng vốn của DNNN đã CPH

Hầu hết các DN được hỏi đều có kế hoạch tăng vốn sau khi CPH và cách thức tăng vốn chủ yếu vẫn là bằng cách phát hành cổ phiếu (chiếm gần 60%), tiếp đó là vay NH chiếm hơn 30%, chỉ có 6% các DN dự kiến phát hành trái phiếu. Điều này cho thấy,

**Bảng 9: Kế hoạch tăng vốn của DNNN đã CPH**

Địa phương	Phát hành cổ phiếu	Phát hành trái phiếu	Vay ngân hàng
Đà Nẵng	65.2	0.0	34.8
Huế	51.9	11.1	37.0
Bình Định	64.7	5.9	29.4
Tổng hợp	59.7	6.0	34.3

Nguồn: Kết quả điều tra của nhóm nghiên cứu, 2011

**Bảng 10: Tác động của luật**

	Bình Định	Huế	Đà Nẵng
Luật doanh nghiệp	5.0	4.3	4.9
Luật cạnh tranh	4.5	4.0	3.4
Luật đầu tư	4.5	4.2	4.6
Luật thuế	4.6	4.1	4.7
Luật sở hữu trí tuệ	3.4	3.7	4.4
Luật lao động	4.5	4.2	4.9
Luật chứng khoán	4.0	3.6	4.5

Nguồn: Kết quả điều tra của nhóm nghiên cứu, 2011

**Bảng 11: Tác động của các thủ tục hành chính**

	Bình Định	Huế	Đà Nẵng
Cấp giấy phép đầu tư	4.7	4.1	3.9
Thủ tục hành chính hải quan	4.6	3.8	4.6
Thủ tục hành chính Thuế	4.5	4.2	4.7
Thủ tục hành chính vay vốn NH phát triển	4.5	3.9	2.2
Thủ tục hành chính vay vốn qua Quỹ hỗ trợ phát triển (nếu có)	3.3	3.2	2.7

Nguồn: Kết quả điều tra của nhóm nghiên cứu, 2011

các DN vẫn chưa chủ động đa dạng hóa hình thức huy động vốn của mình, chưa chủ động tận dụng lợi thế của một DN đã CPH. Chính quyền địa phương cũng như các cơ quan có liên quan như Ủy ban chứng khoán cần xem xét chính sách khuyến khích các DN phát hành trái phiếu.

#### 4.8. Đánh giá về mức độ ảnh hưởng của các Luật đến hoạt động của DNNN đã CPH

Để đánh giá về mức độ ảnh hưởng của các chính sách vĩ mô, các yếu tố bên ngoài DN đến hiệu quả hoạt động của DN đã CPH, nhóm nghiên cứu đã đưa ra các câu hỏi liên quan đến: (i) mức độ tác động của các loại Luật, (ii) mức độ tác động của các thủ tục hành chính, (iii) mức độ tác động của các chính sách của địa phương và (iv) mức độ tác động của điều kiện tự nhiên, hạ tầng, kinh tế xã hội.

Về cơ bản, các loại luật được đánh giá là có tác động tích cực với thang điểm trung bình từ 3.5 trở lên. Trong đó, Luật doanh nghiệp và Luật cạnh tranh

được đánh giá khá tốt tại cả 3 tỉnh, với mức độ tác động tích cực, trên 4.0.

#### 4.9. Đánh giá về các thủ tục hành chính

Các thủ tục hành chính tại chính quyền địa phương liên quan đến giấy phép đầu tư, thủ tục hải quan, thuế cũng được đánh giá có tác động tích cực với điểm TB từ 3.8 trở lên. Tuy nhiên, các thủ tục về vay vốn NH hoặc vay vốn qua Quỹ hỗ trợ phát triển được đánh giá không cao, thậm chí có tác động tiêu cực (Đà Nẵng điểm TB 2.7).

#### 4.10. Mức độ hỗ trợ của chính quyền địa phương

Các hỗ trợ của chính quyền địa phương được đánh giá có tác động tốt đến hoạt động của các DNNN đã CPH ở Đà Nẵng (Điểm TB 5.0), tuy nhiên, ở Bình Định lại ngược lại (Điểm TB: 2.6).

#### 4.11. Mức độ ảnh hưởng của các yếu tố hạ tầng đến hiệu quả hoạt động của DNNN đã CPH

**Bảng 12: Tác động của các hỗ trợ của chính quyền địa phương**

	Bình Định	Huế	Đà Nẵng
Miễn giảm thuế	2.8	3.3	4.0
Giải quyết việc làm	2.0	3.4	5.0
Hỗ trợ vay vốn ngân hàng	2.2	3.4	5.0
Hỗ trợ thuê đất	2.6	4.3	5.0

Nguồn: Kết quả điều tra của nhóm nghiên cứu, 2011

**Bảng 13: Tác động của điều kiện tự nhiên**

Các yếu tố ảnh hưởng đến HD	Bình Định	Huế	Đà Nẵng
Điều kiện tự nhiên	3.3	3.6	2.3
Cảng biển	3.3	2.8	3.9
Tài nguyên (du lịch, khoáng sản,...)	3.0	2.7	3.0
Giao thông	3.8	3.3	3.4

Nguồn: Kết quả điều tra của nhóm nghiên cứu, 2011

Kết quả điều tra của nhóm nghiên cứu cho thấy, các yếu tố hạ tầng có mức độ ảnh hưởng không rõ ràng đến hiệu quả hoạt động của DNNN đã CPH ở 3 tỉnh, nhưng nói chung được đánh giá ở mức khá tiêu cực (dưới 3.5). Thậm chí, như ở Huế, không được đánh giá cao về các ưu đãi tài nguyên thiên nhiên hay cảng biển. Còn ở Đà Nẵng, mặc dù điều kiện tự nhiên khách quan là rất thuận lợi nhưng lại được các lãnh đạo DN cho là có tác động tiêu cực.

#### 4.12. Kết quả chạy mô hình đánh giá các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của DNNN đã CPH ở miền Trung

Nhóm nghiên cứu sử dụng mô hình đề xuất để đánh giá tác động của các nhân tố bên trong và bên ngoài đến hiệu quả hoạt động của DNNN sau CPH ở 3 tỉnh Miền Trung, lần lượt được đo bằng ROA (thu nhập trên tổng tài sản), ROE (thu nhập trên Vốn chủ sở hữu) và ROS (Doanh lợi doanh thu hay thu nhập trên doanh thu).

Sử dụng phương pháp OLS ta có kết quả sau:

##### 4.12.1. Đối với biến phụ thuộc ROA

Sau khi loại bỏ các biến độc lập không có ý nghĩa thống kê, còn lại các biến X2, X4, X8 có ý nghĩa

thống kê với mức ý nghĩa là 5%, trong khi biến X6 có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa là 10%. Các biến X2, X4 có quan hệ cùng chiều với tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản - ROA, điều này hàm ý rằng, nếu doanh nghiệp có giám đốc điều hành là người bên trong doanh nghiệp thì ROA sẽ tăng, và nếu doanh nghiệp đã niêm yết trên thị trường chứng khoán thì ROA cũng có xu hướng tăng. Tuy nhiên, hệ số của biến X8 mang dấu âm, hàm ý rằng, số lượng lao động có quan hệ ngược chiều với ROA. Có nghĩa là các DN có qui mô lao động lớn sẽ có xu hướng giảm ROA.

Kết quả chạy mô hình cũng cho thấy sự hỗ trợ của chính quyền địa phương (X9) có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động (ROA) của DNNN đã CPH, tuy nhiên điều kiện tự nhiên, cơ sở hạ tầng (X10) lại có tác động ngược chiều đến ROA tại các DN khảo sát ở 3 tỉnh.

##### 4.12.2. Đối với biến phụ thuộc ROE

Từ kết quả đánh giá tác động của các biến độc lập đến thu nhập trên vốn chủ sở hữu – ROE, có thể thấy, chỉ có Biến X2, X7 có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa thống kê tại mức 5%, X9 và X10 có ý

Kết quả sau khi bỏ các biến không có ý nghĩa thống kê:

Dependent Variable: ROA

Method: Least Squares

Date: 07/15/12 Time: 10:47

Sample: 1 98

Included observations: 74

Excluded observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X2	4.334412	1.347716	3.216117	0.0020
X4	7.647921	2.789135	2.742040	0.0077
X8	-0.003713	0.001678	-2.212431	0.0302
X6	3.047692	1.667680	1.827504	0.0719
X 9	1.538943	1.937973	0.948901	0.0465
X10	-0.659485	1.777247	-0.427450	0.0706
R-squared	0.214347	Mean dependent var		6.094730
Adjusted R-squared	0.076390	S.D. dependent var		7.027543
S.E. of regression	6.753793	Akaike info criterion		6.710624
Sum squared resid	3192.960	Schwarz criterion		6.835168
Log likelihood	-244.2931	Durbin-Watson stat		2.347324



Dependent Variable: ROE  
 Method: Least Squares  
 Date: 07/15/12 Time: 10:44  
 Sample: 1 98  
 Included observations: 74  
 Excluded observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	3.018286	3.972342	0.759825	0.4501
X2	11.99456	4.993918	2.401834	0.0191
X3	-3.856213	3.927724	-0.981793	0.3298
X4	7.450327	6.853938	1.087014	0.2810
X5	1.767020	4.790660	0.368847	0.7134
X6	6.978819	4.214728	1.655817	0.1025
X7	-3.80E-06	7.32E-06	-0.518866	0.0605
X8	-0.004708	0.004158	-1.132254	0.2616
X 9	-1.024471	4.617801	-0.221853	0.08252
X10	0.059673	4.234824	0.014091	0.09888
R-squared	0.047981	Mean dependent var		16.22446
Adjusted R-squared	-0.052991	S.D. dependent var		15.53267
S.E. of regression	15.93890	Akaike info criterion		8.477208
Sum squared resid	16767.19	Schwarz criterion		8.726296
Log likelihood	-305.6567	Durbin-Watson stat		1.850507

nghĩa thống kê nhưng tác động không đáng kể. Điều này cho thấy, nếu giám đốc là người bên trong DN và tỷ lệ vốn Nhà nước nhỏ hơn 50% sẽ ảnh hưởng tích cực đến khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu. Còn lại, các yếu tố tác động về chính sách hay điều kiện tự nhiên không ảnh hưởng đến ROE của DNNN đã CPH ở 3 tỉnh miền Trung.

#### 4.12.3. Kết quả chạy với ROS (Trang sau)

Khi phân tích tác động đến khả năng sinh lời trên doanh thu (ROS), có thể thấy, biến X1, X2, X3, X5, X6 đều không có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5% do các hệ số p-value của các biến này đều lớn hơn 5%. Biến X4, X7, X8 có ý nghĩa thống kê tại mức 5% trong đó biến X4 và X7 có mối quan hệ cùng chiều với ROS, biến X8 có mối quan hệ ngược chiều với ROS. Điều này hàm ý rằng, các DNNN đã CPH là DN niêm yết và có tỷ lệ vốn chủ sở hữu nhà nước nhỏ hơn 50% sẽ có ROS tăng, trong khi đó, số lượng lao động tăng có thể làm cho ROS của các DN này giảm. Đặc biệt, hai biến khách quan là

hỗ trợ của chính quyền địa phương (X9) và điều kiện tự nhiên, cơ sở hạ tầng (X10) đều có tác động cùng chiều đến ROS tại các DN.

#### 5. Kết luận và khuyến nghị

Như vậy, kết quả chạy mô hình cho thấy, hiệu quả hoạt động của DNNN đã CPH ở Miền trung có thay đổi rõ nét sau CPH. Các yếu tố có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của DN là: tỷ lệ vốn chủ sở hữu nhà nước thấp (dưới 50%), là công ty niêm yết, người lãnh đạo là người nắm giữ cổ phần trong doanh nghiệp, sự hỗ trợ của chính quyền địa phương, cơ sở hạ tầng thuận lợi. Các biến có tác động tiêu cực là: số lượng lao động, và việc phát hành thêm cổ phiếu.

Từ kết quả chạy mô hình, nhóm tác giả đề xuất các giải pháp giúp tăng hiệu quả hoạt động cho DNNN sau CPH bao gồm: giảm tỷ lệ phần vốn nhà nước tại các DNNN sau CPH, khuyến khích các DN đã CPH niêm yết, các tỉnh cần xây dựng các chính sách cụ thể nhằm thúc đẩy, hỗ trợ cho DN sau CPH,

## Kết quả chạy với ROS

Dependent Variable: ROS

Method: Least Squares

Date: 07/15/12 Time: 10:44

Sample: 1 98

Included observations: 74

Excluded observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	1.702553	1.453423	1.171410	0.2456
X2	2.232773	1.827202	1.221963	0.2261
X3	0.197889	1.437097	0.137701	0.8909
X4	7.462606	2.507757	2.975809	0.0041
X5	-1.670034	1.752833	-0.952763	0.3442
X6	2.315676	1.542108	1.501630	0.1380
X7	1.82E-05	2.68E-06	6.803226	0.0000
X8	-0.005972	0.001521	-3.925151	0.0002
X9	1.009838	1.647958	0.612782	0.05424
X10	2.172649	1.511285	1.437617	0.01558
R-squared	0.534001	Mean dependent var		4.501351
Adjusted R-squared	0.484577	S.D. dependent var		8.123095
S.E. of regression	5.831811	Akaike info criterion		6.466338
Sum squared resid	2244.662	Schwarz criterion		6.715426
Log likelihood	-231.2545	Durbin-Watson stat		2.560694

các tỉnh cần tận dụng tối đa lợi thế về tài nguyên thiên nhiên nhằm tăng năng lực cạnh tranh cho các DN trong tỉnh. Ngoài ra, các giải pháp khác cũng được đề xuất trên cơ sở kết quả phỏng vấn sâu các chuyên gia và chính quyền tỉnh, bao gồm: khuyến khích các DN áp dụng qui chế quản trị doanh nghiệp, tiến tới đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế về minh

bạch và công bố thông tin, hoàn thiện chính sách xử lý tài sản và nợ tồn đọng trước khi CPH nhằm phản ánh chính xác tình trạng tài chính của DN, hỗ trợ DN tìm kiếm, đa dạng hóa các nguồn vốn sau khi đã CPH, tránh phụ thuộc quá nhiều vào nợ vay ngân hàng, tiềm ẩn rủi ro tài chính cao. □

1. Trích dẫn tại trang 3 sau khi đã lược dịch từ Anh sang Việt trong bài viết, “Doanh nghiệp Nhà nước và cổ phần hóa ở Việt Nam” của Fredrik Sjolholm (2006).

### Tài liệu tham khảo:

1. Boycko, M., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1996). A theory of privatisation, *Economic Journal*, 106, pp. 309–19.
2. Chongwoo. C, Xiangkang. Y (2000). Contract management responsibility system and profit Incentives in China’s state-owned enterprises. *China Economic Review*, 11, pp. 98-112.
3. Claessens, Stijn and Simeon Djankov, 1999a, “Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic”, *Journal of Comparative Economics* 27, pp. 498-513.3. Earle, J. E. and Estrin, S. (1996), ‘Employee ownership in transition’, in Frydman, R., Gray, C. W. and Rapaczynski, A. (eds), *Corporate Governance in Central*

Europe and Russia, Vol. 2, Budapest: Central European University Press.

4. Estrin, Saul and Adam Rosevear, (1999). Enterprises Performance and Ownership: The Case of Ukraine,” *European Economic Review* 43, pp. 1125 – 1136.
5. Fan, Q. (1994). State-owned enterprise reform in China: Incentives and environment. In Q. Fan & P. Nolan (Eds.), *China’s Economic Reforms, the Costs and Benefits of Incrementalism* (pp. 137±156). London: Macmillan.
6. Fredrick.S (2006). State owned enterprises and equitization in Vietnam. Working paper 228. Stockholm School of Economics
7. Hart, O. (1995). *Firms, contracts, and financial structure*. London Oxford University Press.
8. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of firm: Managerial behavior, agency cost and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305–60.
9. Harper, J.T. (2002). The Performance of Privatized Firms in the Czech Republic. *Journal of Banking and Finance*, 26, pp. 621-649. Kikeri, S., Nellis, J. and Shirley, M. (1992). *Privatisation: The Lessons of Experience*, Washington, DC: World Bank.
11. La Porta, R. and López-de-Silanes, F. (1999). The benefits of privatisation: Evidence from Mexico, *Quarterly Journal of Economics*, 114, pp. 1193 –1241.
12. Loc.T.D, Lanjouw.G, Lensink.R (2006). The impact of privatization on firm performance in a transition economy. The case of Vietnam. *Economics of Transition*, 14, pp.349-89.
13. Megginson, W. and Netter, J. M. (2001). ‘From state to market: A survey of empirical studies on privatisation’, *Journal of Economic Literature*, 39, pp. 321–89.
14. Shleifer, A., & Vishny, R. (1994). Politicians and firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp.995– 1025.
15. Smith, Stephen C., Beom-Cheol Cin, and Milan Vodopivec(1997). Privatization Incidence, Ownership Forms, and Firm Performance: Evidence from Slovenia, *Journal of Comparative Economics* 25, pp. 158-179.
16. Takao.K, Cheryl.L (2006). CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data. *Journal of Comparative Economics*, 34, pp.796-817.
17. Yarrow, G. (1986). ‘Privatisation in theory and practice’, *Economic Policy*, 2, pp. 324–64.
18. Zuwaylif, F. H. (1984). *Applied Business Statistics*, Reading, MA: Addison-Wesley Publishing Company.
19. Số liệu tổng hợp của Tổng cục thống kê về các chỉ tiêu tài chính cơ bản của vùng kinh tế trọng điểm miền Trung giai đoạn 2005 – 2010.