

Hiệu quả tài chính của doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa tại Việt Nam

TRIỆU QUỐC HÙNG

Bài viết đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa, xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu với hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp nhà nước sau khi cổ phần hóa.

Từ khóa: cấu trúc sở hữu, hiệu quả tài chính, cổ phần hóa, doanh nghiệp.

1. Giới thiệu

Cổ phần hóa (CPH) doanh nghiệp nhà nước là một biện pháp hữu hiệu được tiến hành phổ biến ở nhiều nền kinh tế trên thế giới. Ngay cả những quốc gia có nền kinh tế phát triển, phương thức quản lý doanh nghiệp tiên tiến như Anh, Pháp, Mỹ cũng đã áp dụng. Với Việt Nam, từ khi đất nước được thống nhất, do phải giải quyết hậu quả nặng nề của chiến tranh, mặt khác do cơ chế quản lý kinh tế và xuất phát điểm còn thấp, việc khôi phục nền kinh tế tuy đã đạt được nhiều thành công, song cũng còn nhiều hạn chế. Đại hội Đảng lần thứ VI (tháng 12 - 1986) đã đánh dấu sự đổi mới của nền kinh tế Việt Nam - đó là quá trình chuyển đổi từ nền kinh tế tập trung quan liêu bao cấp sang nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa - không chỉ làm thay đổi một cách sâu sắc nền kinh tế nước ta về cơ cấu kinh tế, thành phần kinh tế và quan hệ sở hữu mà còn làm xuất hiện hình thức tổ chức kinh tế mới, đó là công ty cổ phần.

Quá trình CPH ở Việt Nam được tiến hành trên 20 năm từ những năm 1992 và các doanh nghiệp CPH ở Việt Nam có tỷ lệ sở hữu nhà nước và tỷ lệ sở hữu của các thành phần kinh tế thì khác so với các doanh nghiệp CPH của các quốc gia trên thế giới. Nhiều bằng chứng cho thấy việc đánh giá hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp CPH ở một số quốc gia khác nhau thì khác nhau. Các tiêu chí đo lường tính hiệu quả về mặt tài chính như: (i) tỷ suất sinh lời trên

tổng tài sản (ROA) - đo lường khả năng tạo ra lợi nhuận từ đầu tư tài sản; (ii) tỷ suất sinh lời trên vốn chủ (ROE) - là thước đo để đánh giá một đồng vốn bỏ ra và tích lũy tạo ra bao nhiêu đồng lời và là thước đo hiệu quả nhất để đánh giá khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Về cơ bản, ROA và ROE càng cao thì càng tốt, tức là doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả. Một tiêu chí khác có thể kể đến là tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS) - đây là chỉ số đo lường khả năng tạo ra lợi nhuận từ doanh thu. ROS càng cao chứng tỏ doanh nghiệp quản lý một cách hiệu quả các chi phí hoạt động.

2. Mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả tài chính

Một trong những phương pháp được nhiều người sử dụng để đánh giá về hiệu quả doanh nghiệp sau khi được CPH là dựa trên nghiên cứu của Megginson và ctg (1994). Nghiên cứu này so sánh mức hiệu quả hoạt động và hiệu quả tài chính trước và sau CPH của 61 công ty từ 18 quốc gia và 32 ngành thực hiện quá trình CPH từng phần hay hoàn toàn thông qua việc phát hành cổ phiếu phổ thông trong giai đoạn từ năm 1961 đến năm 1990. Kết quả cho thấy, các công ty gia tăng về doanh số thực, nhiều lợi nhuận hơn, gia tăng mức chi tiêu đầu tư vốn nhiều hơn, nâng cao hiệu quả hoạt động và gia tăng thêm lực lượng lao động. Hơn nữa, các doanh nghiệp giảm dần

Triệu Quốc Hùng, ThS., Cục Tài chính và quản lý đầu tư, Văn phòng Trung ương Đảng.

sử dụng nợ, gia tăng việc chi trả cổ tức và đặc biệt, nghiên cứu đã minh chứng được những sự thay đổi quan trọng trong quy mô và cấu trúc của ban giám đốc công ty sau CPH.

Có cùng kết quả với nghiên cứu của Megginson và ctg (1994), các nghiên cứu của Boubakri và Consset (1998), Okten và Arin (2003), Mingyue (2010), Qian và ctg (2002) và Mohammed (2001) cũng đã chỉ ra tác động tích cực của CPH đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sau khi CPH, nhưng các tiêu chí tính toán hiệu quả của mỗi nghiên cứu là khác nhau. Nghiên cứu Okten và Arin (2001) chỉ ra rằng năng suất, công suất sử dụng, sản lượng và đầu tư tăng đáng kể sau khi tư nhân hóa. Tư nhân hóa rõ ràng mang lại sự thay đổi tốt hơn. Qian và ctg (2002) đưa ra kết quả tư nhân hóa làm tăng cấp độ công ty lên gấp 3 lần, doanh số thực tăng gấp 2 lần, tăng đáng kể cổ tức chia cho nhà đầu tư và giảm tỷ lệ vay vốn tại 24 công ty Malaixia cuối năm 1997. Mohammed (2001) cũng cho kết quả tương tự rằng có sự cải tiến đáng kể trong lợi nhuận, hiệu quả hoạt động, chi phí vốn, lãi cổ phần và tình thanh khoản khi nghiên cứu mẫu gồm 69 công ty tại Ai Cập, đã được tư nhân từ năm 1994 đến năm 1998.

Tuy nhiên, các nghiên cứu sau đây cũng sử dụng phương pháp như của Megginson và ctg (1994) nhưng lại cho kết quả trái ngược. Nghiên cứu của Dewenter và Malatesta (2001) thực hiện với 63 mẫu từ các nước Hungary, Poland và UK. So sánh cả trong

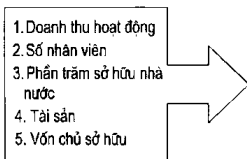
ngắn hạn và dài hạn từ giai đoạn 1981 - 1994, kết quả cho thấy có sự gia tăng đáng kể lợi nhuận ròng và giảm đáng kể đòn bẩy và năng suất lao động trong cả ngắn hạn và dài hạn. Lợi nhuận hoạt động lại tăng trong giai đoạn trước khi tư nhân hóa chứ không phải giai đoạn sau. Nghiên cứu trên thị trường Trung Quốc, Zuobao và ctg (2003) khảo sát trước và sau khi CPH, tài chính và hiệu suất hoạt động của 208 công ty tư nhân Trung Quốc (trong những năm 1990 - 1997) không có sự thay đổi đáng kể nào trong lợi nhuận.

Tại Việt Nam, đã có nhiều nghiên cứu về đánh giá hiệu quả của công ty nhà nước sau khi được CPH. Trương (2006) chỉ ra rằng lợi nhuận, hiệu quả sử dụng, đầu ra của các doanh nghiệp CPH tăng đáng kể sau khi CPH và có sự suy giảm đòn bẩy tài chính của các công ty trong giai đoạn sau CPH. Đáng chú ý là nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng của sự suy giảm việc làm, nhưng gia tăng đáng kể trong thu nhập của nhân viên sau khi CPH. Kết quả này trùng với kết quả của nghiên cứu của Megginson và ctg (1994).

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Bài viết này dựa trên các nghiên cứu trước đây và chủ yếu là nghiên cứu của Mingyue (2010) về sự tồn tại mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả công ty và quyền sở hữu tư nhân có tác động tích cực lên hiệu quả đó.



3.2. Các biến số

STT	Tên biến	Ký hiệu	Nguồn	Phương pháp tính
1	Lợi nhuận trên tổng tài sản	ROA	Báo cáo tài chính	$ROA = \frac{LNST}{\text{Tổng tài sản}}$
2	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	ROE	Báo cáo tài chính	$ROE = \frac{LNST}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$
3	Lợi nhuận trên doanh thu	ROS	Báo cáo tài chính	$ROS = \frac{LNST}{\text{Doanh thu}}$
4	Doanh thu hoạt động chính	doanhthu	Báo cáo tài chính	Số liệu doanh thu thuần năm 2011
5	Số nhân viên	nhanvien	Bản cáo bạch/Báo cáo thường niên	Số nhân viên công ty cuối năm 2011
6	% sở hữu nhà nước	sohuu	Bản cáo bạch/Báo cáo thường niên	Tỷ lệ sở hữu của Nhà nước cuối năm 2011.

3.3. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết sử dụng phương pháp hồi quy bội để tìm ra mối quan hệ giữa yếu tố như doanh thu hoạt động, số lượng nhân viên, phần trăm sở hữu nhà nước của công ty sau khi CPH với hiệu quả tài chính của các đơn vị này.

3.4. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu bao gồm 107 công ty CPH

được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2011 và các biến được sử dụng bao gồm: doanh thu hoạt động kinh doanh, cổ phần nhà nước nắm giữ và số lượng nhân viên và các chỉ số hiệu quả (ROS, ROE và ROA).

4. Kết quả phân tích hồi quy và thảo luận

4.1. Mô tả thống kê

BẢNG 1: Thống kê mô tả

	Quan sát	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn
nhan vien	112	69	5756	894	1013,615
doanh thu	112	57	64224	2882	8255
sohuu	112	0,0429	0,9672	0,414101	0,2135072
ros	112	-0,350	0,7200	0,0796	0,1334
roa	112	-0,230	0,3926	0,0667	0,0906
roe	112	-0,640	0,6224	0,1267	0,1511
VCSH	112	540	2548035	98361	2662732
taisan	112	754	4561076	209179	5159153

Số nhân viên trung bình của mỗi công ty là khoảng 894 nhân viên, trong đó Công ty cổ phần Phát triển đô thị công nghiệp số 2 là công ty có số nhân viên nhỏ nhất, cụ thể là

69 nhân viên, và Công ty cổ phần Cao su Phước Hòa là công ty có số lượng nhân viên lớn nhất 5.756 nhân viên. Mức phần trăm sở hữu của Nhà nước dao động từ 4,3% đến

96%, và đạt trung bình khoảng 41,1%. Doanh thu đạt được của các công ty từ 57 triệu đồng đến 6.422 tỷ đồng, trung bình khoảng 288 tỷ đồng mỗi năm. Các chỉ số ROS, ROA, ROE đạt trung bình khoảng 7,9% 6,7% và 12,6%

vào năm 2011; vốn chủ sở hữu (VCSH) trung bình khoảng 98 tỷ đồng và tài sản trung bình khoảng 209 tỷ đồng.

4.2. Ma trận tương quan giữa các biến độc lập

BẢNG 2: Ma trận tương quan giữa các biến

		doanh thu	sohuu	nhan vien	taisan	VCSH
doanh thu	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
sohuu	Pearson Correlation	0,325**	1			
	Sig. (2-tailed)	0,001				
nhan vien	Pearson Correlation	0,36**	0,076**	1		
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,439			
taisan	Pearson Correlation	0,898**	0,340**	0,327**	1	
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,001	0,000		
VCSH	Pearson Correlation	0,915**	0,313**	0,348**	0,944**	1
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,000	0,000	

** thể hiện mức ý nghĩa 5%

Ma trận hệ số tương quan cho thấy biến VCSH với doanh thu và VCSH với tài sản có quan hệ tương quan chặt chẽ với hệ số tương quan là 0,915 và 0,944 thể hiện quan hệ tương quan tuyến tính chặt chẽ, vì vậy có thể gây ra hiện tượng đa cộng tuyến. Tuy nhiên trong quá trình khảo sát để xây dựng mô hình phù hợp, ta sẽ đưa vào mô hình cả 2 biến để giải thích đầy đủ vấn đề quan tâm, sau đó căn cứ vào tiêu chuẩn kiểm định thực tế của mô hình mà quyết định nên loại bỏ

biến nào hay không.

4.3. Kết quả hồi quy

$$ROE = \beta_1 * \log(\text{doanhthu}) + \beta_2 * \text{sohuu} + \beta_3 * \text{nhanvien} + \beta_4 * \log(\text{taisan}) + \beta_5 * \log(\text{VCSH}) + e.$$

$$ROA = \beta_1 * \log(\text{doanhthu}) + \beta_2 * \text{sohuu} + \beta_3 * \text{nhanvien} + \beta_4 * \log(\text{taisan}) + \beta_5 * \log(\text{VCSH}) + e.$$

$$ROS = \beta_1 * \log(\text{doanhthu}) + \beta_2 * \text{sohuu} + \beta_3 * \text{nhanvien} + \beta_4 * \log(\text{taisan}) + \beta_5 * \log(\text{VCSH}) + e.$$

Các biến	Mô hình ROE	Mô hình ROA	Mô hình ROS
doanh thu	0,1** Sig (0,001)	0,031** Sig (0,049)	- 0,036 Sig (0,379)
sở hữu	0,069 Sig (0,314)	0,064 Sig (0,093)	0,146** Sig (0,022)
nhân viên	2,242E-5 Sig (0,134)	2,125E-5* Sig (0,011)	2,860E-5** Sig (0,038)
tài sản	-0,137** Sig (0,003)	-0,163 Sig (0,000)***	-0,131 Sig (0,002)**
VCSH	0,073 Sig (0,091)	0,146 Sig (0,000)***	0,156 Sig (0,000)***
R Square	0,292	0,402	0,232
Adjusted R Square	0,257 Sig.(0,000)	0,372 Sig.(0,000)	0,194 Sig.(0,000)

*, **, và *** tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5%, và 1%

Sau khi thực hiện các kiểm định, kết quả cho thấy: cả 3 mô hình trên không vi phạm các giả định về quan hệ tuyến tính, phương sai có sai số không đổi, phân phối chuẩn của phần dư, độc lập của sai số và hiện tượng đa cộng tuyến.

4.4. Giải thích kết quả

Với kết quả từ phân tích hồi quy, cho thấy những điểm khá mới lạ đối với mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp nhà nước sau khi CPH. Nếu như các nghiên cứu trước đây hầu hết đều chỉ ra rằng tư nhân hóa sẽ có ảnh hưởng tích cực ít nhiều đến các chỉ tiêu hiệu quả của doanh nghiệp, thì kết quả nghiên cứu này lại cho thấy: CPH của các doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam đối với các công ty niêm yết trên sàn Hose không có ảnh hưởng gì đến các tiêu chí đánh giá hiệu quả tài chính của doanh nghiệp như ROA, ROE. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với bối cảnh của Việt Nam trong thời điểm hiện tại khi mà quá trình CPH các doanh nghiệp nhà nước chỉ được đẩy mạnh từ năm 1996 đến nay và hiện tại thì lộ trình CPH vẫn chưa hoàn thành, còn nhiều doanh nghiệp lớn đầu tàu của đất nước chưa CPH, phần lớn các doanh nghiệp sau khi CPH nhưng vốn nhà nước vẫn chiếm tỷ trọng rất cao trong cơ cấu vốn. Chính điều này là nguyên nhân chủ yếu làm cho việc CPH không có tác động rõ ràng đối với các chỉ tiêu hiệu quả tài chính của doanh nghiệp được cổ phần.

Tuy nhiên vẫn còn một chỉ tiêu quan trọng trong mô hình là ROS bị tác động bởi quá trình CPH các doanh nghiệp nhà nước, cụ thể cứ 14.6% tăng lên của việc thay đổi cấu trúc sở hữu của quá trình tư nhân hóa thì ROS lại tăng thêm 1%. Đây là một chỉ tiêu rất tích cực của quá trình CPH doanh nghiệp, bởi việc CPH sẽ giúp cho Ban quản trị có trách nhiệm và ý thức việc sử dụng đồng vốn đầu tư để từ đó nâng cao được hiệu quả đầu tư ROS tăng lên một cách tích cực nhất so với hai chỉ tiêu ROA và ROE.

Ở một khía cạnh khác thì ta thấy, chỉ tiêu ROA và ROE bị tác động bởi yếu tố doanh thu lần lượt là 10%, 3.1%, làm cho ROA và ROE tăng thêm 1% trong khi đó biến doanh thu lại không có ý nghĩa thống kê đối với ROS. Điều này trái ngược hoàn toàn với biến VCSH khi mà biến này lại tác động cùng chiều với ROS, nhưng không có ý nghĩa với ROA và ROE. Có thể giải thích cho sự khác nhau cơ bản như vậy bởi doanh thu trong bất kỳ công ty nào đều là một chỉ tiêu quan trọng trong việc đánh giá hiệu quả hoạt động cũng như hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Chính vì thế, biến doanh thu có tác động đến ROA và ROE đối với các doanh nghiệp nhà nước được CHP là điều không thể tránh khỏi. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, sự tác động của doanh thu đến ROE sẽ nhạy cảm hơn đối với ROA, vì chỉ cần tăng lên 3.1% thì ROE sẽ tăng 1% trong khi muốn tăng 1% ROA thì doanh thu cần phải tăng thêm 10%. Chính vì sự gia tăng hiệu quả tài chính giữa ROA và ROE không đồng nhất nên hầu hết các doanh nghiệp đều vay vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh, bởi có như thế khi doanh thu tăng lên thì lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu sẽ tăng theo nhanh hơn so với chỉ tiêu ROA.

Biến thứ ba được xem xét trong cả ba mô hình là biến số nhân viên. Liệu nhân viên càng đông thì hiệu quả càng cao còn khi nhân viên ít thì hiệu quả lại thấp? Câu trả lời cho hiệu quả của doanh nghiệp thật ra không nằm ở số lượng nhân viên mà hiệu quả doanh nghiệp phụ thuộc vào nhiều yếu tố như: cơ cấu vốn, trình độ quản lý, năng suất lao động... nên không thể nói rằng hiệu quả doanh nghiệp tăng lên khi số nhân viên nhiều và ngược lại. Chính vì thế, khi đo lường biến nhân viên trong cả ba mô hình đều cho thấy, số nhân viên có ảnh hưởng nhưng không nhiều đến hiệu quả tài chính ROA và ROS, trong khi đó, biến nhân viên không có ý nghĩa thống kê đối với chỉ tiêu ROE. Thực tế thì số lượng nhân viên kết hợp với các yếu tố khác như tài sản, cơ

sở vật chất... để tạo nên quy mô công ty như thế nào mà thôi, vì không phải số lượng nhân viên nhiều là tốt, trong khi năng suất lao động và các yếu tố về cải thiện công nghệ lạc hậu vẫn giậm chân tại chỗ.

Kết quả nghiên cứu còn thể hiện được sự tác động ngược chiều của biến tài sản đến ROA, ROE, ROS. Điều này chứng tỏ các công ty nhà nước trước khi CPH có một khối lượng tài sản cực kỳ lớn mà hiệu quả sử dụng lại không cao. Sự dư thừa về tài sản là do công ty nhà nước được ưu ái trong các khâu đầu tư và mua sắm thiết bị. Chính sự ưu ái đó đã làm cho việc quản lý và sử dụng tài sản chưa thật sử hiệu quả. Đồng thời, vì số tài sản mà nhà nước cung cấp lớn nên có thái độ lơ là trong trong tác quản lý, xem tài sản nhà nước là của chung nên trách nhiệm không được đề cao, gây thất thoát nhiều. Thêm vào đó, việc nhận thức được tỷ lệ sở hữu nhà nước còn quá cao trong các doanh nghiệp sẽ làm cho hiệu quả kém, nên nước ta đã có lộ trình CPH từ năm 1992 nhưng thực sự được đẩy mạnh từ năm 1996, nhằm mục đích cải thiện dần kết quả hoạt động, đảm bảo được tài sản đem lại suất sinh lợi hợp lý thông qua việc rút bớt vốn nhà nước và trở thành các công ty cổ phần.

VCSH được biết đến như một thước đo về việc bỏ ra bao nhiêu đồng vốn là hợp lý và tỷ lệ sử dụng vốn vay như thế nào là phù hợp nhất. VCSH càng cao cũng không phải tốt vì không hưởng được các lợi ích từ lá chắn thuế; tuy nhiên nếu VCSH quá thấp cũng ảnh hưởng rất nghiêm trọng đến quá trình hoạt động của doanh nghiệp trong việc vay mượn ở các ngân hàng hay tổ chức tín dụng khác. Kết quả cho thấy, VCSH có quan hệ đồng biến với ROA và ROS và không có ý nghĩa thống kê đối với ROE. Cụ thể, nếu VCSH tăng lên lần lượt là 14,6%, 15,6% thì ROA, ROS cũng lần lượt tăng 1%. Một điều dễ thấy nhất là, VCSH rất nhạy cảm đối với sự gia tăng của ROA, chỉ cần

tăng 14,6% thì lập tức ROA sẽ tăng 1%, trong khi đó thì có phần ít nhạy cảm hơn đối với ROS. Điều này rút ra một kết luận là, các công ty cổ phần từ doanh nghiệp nhà nước nếu muốn tăng hiệu quả hoạt động trong thời gian tới, cần phải tập trung vào việc đánh giá các yếu tố vĩ mô và có hướng đi phù hợp cho lộ trình tăng thêm VCSH để kích thích gia tăng thêm lợi nhuận doanh nghiệp. Bên cạnh đó cũng tập trung xây dựng tỷ lệ và kế hoạch chia cổ tức, kế hoạch giữ lại lợi nhuận để đầu tư cho phù hợp, đồng thời kết hợp với việc sử dụng các nguồn vốn vay để nâng cao hiệu quả sử dụng vốn tối đa nhất có thể cho doanh nghiệp.

Tóm lại, kết quả không chỉ rõ được tác động của tỷ lệ phần trăm sở hữu nhà nước lên ROA và ROE mà chỉ tác động đến ROS. Điều này cho thấy môi trường nghiên cứu ở Việt Nam có sự khác nhau về kết quả so với một số nghiên cứu về vấn đề sở hữu ở các nước trên thế giới. Sự khác biệt này có thể được lý giải là ở Việt Nam, chỉ ở những năm đầu của quá trình CPH chưa được hoàn thiện nên kết quả hồi quy có sự khác biệt so với các nghiên cứu của các học giả ở các quốc gia phát triển khác. Bên cạnh đó, các biến như doanh thu, tài sản, nhân viên, VCSH cũng đã phản ánh những ảnh hưởng nhất định đối với hiệu quả của các doanh nghiệp nhà nước CPH. Qua đó có cái nhìn tổng thể hơn về hiệu quả doanh nghiệp để từ đó có thể rút ra được một số kiến nghị nâng cao hiệu quả trong thời gian tới.

5. Kết luận

Để việc CPH các doanh nghiệp nhà nước thực sự hiệu quả, trước hết cần phải thiết lập một hệ thống kiểm tra giám sát quá trình định giá các doanh nghiệp CPH, đảm bảo quá trình này phải được thực thi hoàn toàn đầy đủ, trung thực, chính xác; thứ hai là, phải tổ chức thanh tra, kiểm tra độc lập các đơn vị có liên quan trong quá trình định giá doanh nghiệp. Điều này sẽ tạo cho doanh nghiệp sau khi CPH có đầy đủ các số

liệu chính xác để sử dụng trong nghiên cứu phục vụ quản lý doanh nghiệp./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Boubakri N., and Cosset J., (1998), "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries", *Journal of Finance*, 53 (2), 1081-1110.
2. Cagla Okten K. Peren Arin (2003), "How Does Privatization Affect the Firm's Efficiency and Technology Choice? Evidence from Turkey."
3. Dewenter K.L., Malatesta P.H. (2001), "State-owned and privately owned firms: an empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity" *The America Economic Review*, Vol. 91 No. 1, pp. 320-34.
4. Truong Dong Loc (2006), "Equitisation and Stock-Market Development The Case of Vietnam", Ph D dissertation, University of Groningen
5. Macqueirra C, and Zurita J. (1996), "Privatizaciones en Chile: eficiencia y políticas financieras". *Estudios de Administracion* 3(2), 1-36
6. Megginson W. and Netter J.M (2001), "From State to Market A Survey of Empirical Studies on Privatization", *Journal of Economic Literature*, 39, (2001), pp 321-389.
7. Mingyue H.U. (2010), "An Empirical Analysis On The Shareholding Structure And Performance Efficiency In Chinese Tourism Listed Companies", *European Doctoral Programme in Entrepreneurship and Small & Medium Business Management*
8. Mohammed Omran (2001), "Detecting the Performance Consequences of Privatizing Egyptian State-Owned Enterprises: Does Ownership Structure Really Matter?", *Center of Research in Applied Economics and Finance, Faculty of Administration Sciences, Pavillon Palasis-Prince, University of Laval, Quebec, P.Q. G1K 7P4 Canada*
9. Pham C.D và Carlin, T.M. (2008), "Financial performance of privatized SOEs", *MGSM Working Papers in Management*.
10. Qian Sun, Wilson H. S. Tong, Jing Tong (2002), "How Does Government Ownership Affect Firm Performance? Evidence from China's Privatization", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 29, pp. 1-27, 2002
11. Tian, George Lihui (2000), "State shareholding and the value of Chinese firms", *Working paper, London Business School, London*
12. Zuobao Wei, Oscar Varela, Juliet D'Souza, M. Kabir Hassan (2003), "The Financial and Operating Performance of China's Newly Privatized Firms", *Financial Management*, Vol. 32, No. 2 (Summer, 2003), pp. 107-126.