



**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP.HỒ CHÍ MINH**

---

**HỒ XUÂN TIẾN**

**CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN KẾT QUẢ KINH DOANH  
CỦA DOANH NGHIỆP CỔ PHẦN HÓA: NGHIÊN CỨU TẠI  
VIỆT NAM**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH, Tháng 3 năm 2019**





**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**

---

**HỒ XUÂN TIẾN**

**CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN KẾT QUẢ KINH DOANH  
CỦA DOANH NGHIỆP CỔ PHẦN HÓA: NGHIÊN CỨU TẠI  
VIỆT NAM**

**Chuyên ngành: KINH DOANH THƯƠNG MẠI**

**Mã số: 9.34.01.21**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC**

**PGS.TS BÙI THANH TRÁNG**

**PGS.TS LÊ TẤN BỬU**

**THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH, Tháng 3 năm 2019**



## **LỜI CẢM ƠN**

*Trước tiên, tôi xin chân thành gửi lời cảm ơn đến Quý Thầy Cô trong Khoa Kinh doanh quốc tế - Marketing nói riêng cũng như Quý Thầy Cô của Trường Đại Học Kinh Tế Tp. Hồ Chí Minh nói chung đã trang bị cho tôi nhiều kiến thức quý báu trong thời gian học tập tại trường.*

*Tôi xin bày tỏ sự kính trọng và lòng biết ơn sâu sắc đến PGS.TS. Bùi Thanh Tráng, người hướng dẫn khoa học 1 và PGS.TS. Lê Tấn Bửu, người hướng dẫn khoa học 2. Trong suốt năm năm qua, nhờ sự chỉ dẫn tận tình, chu đáo với những nhận xét, đánh giá, những gợi ý về hướng giải quyết vấn đề đã giúp tôi hoàn thành được luận án.*

*Tôi chân thành cảm ơn GS.TS Đoàn Thị Hồng Vân, PGS.TS Từ Văn Bình, PGS.TS Nguyễn Đình Thọ, TS. Nguyễn Đức Trí, TS. Nguyễn Thị Hồng Thu, TS. Vũ Minh Tâm, TS. Lê Nhật Hạnh, TS. Nguyễn Thế Phong đã có những góp ý chân thành. Những nhận xét đó đã giúp tôi tự tin và có định hướng vững chắc khi triển khai nội dung luận án.*

*Tôi chân thành cảm ơn TS. Nguyễn Ngọc Hòa, Phó Giám đốc Sở Công Thương Tp.HCM; NCS.ThS Ngô Chính, Trưởng phòng quản trị tổng hợp Văn phòng chính phủ 2; NCS.ThS Nguyễn Đức Bình, Giám đốc Trung tâm hỗ trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ Chi nhánh Tp.HCM; NCS.ThS Nguyễn Khánh Tùng, Giám đốc Trung Tâm xúc tiến Đầu tư – Thương mại và Hội chợ triển lãm Tp. Cần Thơ; NCS.ThS Lê Đình Nghi, giảng viên ĐH Sài Gòn; TS. Lê Tuấn Minh, nguyên Tổng giám đốc công ty chứng khoán Vinagobal; Bà Phạm Tố Hà, thành viên HĐQT công ty XNK y tế Tp.HCM và Bà Trần Thị Phương, Trưởng phòng hàng nhập công ty Bee Logistics đã tận tình giúp đỡ tôi trong quá trình thu thập dữ liệu cho luận án.*

*Tôi chân thành cảm ơn TS. Nguyễn Thị Thanh Bình, Phó Trưởng khoa phụ trách Khoa quản trị kinh doanh; TS. Nguyễn Phan Thu Hằng, Trưởng bộ môn cơ bản; Th.S Nguyễn Thị Túy Lan, Phó bộ môn cơ bản; TS. Lê Mai Hải, Trưởng bộ môn Kinh doanh quốc tế và Lãnh đạo Đại học Sài Gòn đã tạo mọi điều kiện cho tôi hoàn thành luận án.*

*Sau cùng, tôi xin cảm ơn những người bạn, người đồng nghiệp, người thân đã tận tình giúp đỡ, hỗ trợ tôi trong suốt quá trình học tập và nghiên cứu.*

*Tp.Hồ Chí Minh, ngày 20 tháng 03 năm 2019*

*Nghiên cứu sinh: Hồ Xuân Tiến*

**CỘNG HÒA XÃ HỘI CHỦ NGHĨA VIỆT NAM  
ĐỘC LẬP – TỰ DO – HẠNH PHÚC**

**LỜI CAM ĐOAN**

*Tôi cam đoan luận án tiến sĩ kinh tế “Các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa: Nghiên cứu tại Việt Nam” là công trình nghiên cứu của riêng tôi và được thực hiện dưới sự hướng dẫn khoa học của PGS.TS Bùi Thanh Tráng và PGS.TS Lê Tấn Bửu.*

*Các kết quả nghiên cứu trong luận án là trung thực và chưa từng được công bố trong bất kỳ công trình nào khác.*

**Nghiên cứu sinh**

**HỒ XUÂN TIẾN**

## DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

Chữ viết tắt	Tiếng Anh	Tiếng Việt
<b>AMOS</b>	Analysis of Moment Structures	Phân tích cấu trúc mô mắg
<b>CFA</b>	Confirmatory Factor Analysis	Phân tích nhân tố khẳng định
<b>DN</b>		Doanh nghiệp
<b>DNNN</b>		Doanh nghiệp nhà nước
<b>EFA</b>	Exploratory Factor Analysis	Phân tích nhân tố khám phá
<b>FTA</b>	Free Trade Agreement	Hiệp định thương mại tự do
<b>HoSE</b>	Ho Chi Minh Stock Exchange	Sở giao dịch chứng khoán Tp. HCM
<b>HNX</b>	Ha Noi Stock Exchange	Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
<b>IMF</b>	International Monetary Fund	Quỹ tiền tệ quốc tế
<b>OECD</b>	Organization for Economic Cooperation and Development	Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế
<b>ROA</b>	Return On Assets	Tỷ số lợi nhuận trên tài sản
<b>ROE</b>	Return On Equity	Tỷ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu
<b>ROS</b>	Return On Sales	Tỷ số lợi nhuận trên doanh thu
<b>SCIC</b>		Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước
<b>SEM</b>	Structural Equation Modeling	Mô hình cấu trúc tuyến tính
<b>SPSS</b>	Statistical Package for the Social Sciences	Phần mềm thống kê khoa học xã hội
<b>TCN</b>		Trước công nguyên
<b>UBND</b>		Ủy ban nhân dân
<b>UpCom</b>	Unlisted Public Company Market	Thị trường giao dịch chứng khoán của các công ty đại chúng chưa niêm yết
<b>VN</b>		Việt Nam
<b>WB</b>	World Bank	Ngân hàng thế giới
<b>WTO</b>	World Trade Organization	Tổ chức thương mại Thế giới

## DANH MỤC CÁC HÌNH

Hình 1.1: Tỷ lệ nắm giữ phần vốn nhà nước khi triển khai bán cổ phần lần đầu 2011-2016 .....	11
Hình 1.2: Tiến độ cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước:.....	12
Hình 2.1: Mô hình lý thuyết đề xuất .....	61
Hình 3.1: Quy trình nghiên cứu .....	65
Hình 4.1: Kết quả CFA: Tinh thần làm chủ doanh nghiệp (chuẩn hóa) .....	97
Hình 4.2: Kết quả CFA: Mô hình đo lường tới hạn (chuẩn hóa) .....	99
Hình 4.3: Kết quả SEM của mô hình lý thuyết đề xuất (chuẩn hóa) .....	103
Hình 4.4: Kết quả SEM của mô hình lý thuyết điều chỉnh (chuẩn hóa) .....	105

## DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 1.1: Kế hoạch sắp xếp, cổ phần hóa giai đoạn 2016-2020 .....	13
Bảng 2.1: Các khái niệm tư nhân hóa.....	23
Bảng 2.2: Các khái niệm cổ phần hóa .....	26
Bảng 2.3: Mối quan hệ giữa phương pháp đo lường mức độ cảm nhận và phương pháp đo lường khách quan .....	39
Bảng 3.1: Tổng hợp các thang đo gốc .....	69
Bảng 3.2: Thang đo kỳ vọng hội nhập .....	72
Bảng 3.3: Thang đo sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu.....	73
Bảng 3.4: Thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp .....	76
Bảng 3.5: Thang đo kết quả kinh doanh.....	78
Bảng 3.7: Thống kê mô tả lĩnh vực hoạt động.....	79
Bảng 3.8: Cronbach's alpha tinh thần làm chủ doanh nghiệp .....	80
Bảng 3.9: Cronbach's alpha kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh.....	81
Bảng 3.10: Kết quả EFA của thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp .....	83
Bảng 3.11: Kết quả EFA của thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp sau khi loại biến ENP1 .....	83
Bảng 3.12: Kết quả EFA của thang đo kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh.....	84
Bảng 3.13: Bảng tổng hợp các thang đo.....	85
Bảng 4.1: Thống kê mô tả tỷ lệ sở hữu vốn nhà nước .....	90
Bảng 4.2: Cronbach's alpha tinh thần làm chủ doanh nghiệp .....	91
Bảng 4.3: Cronbach alpha kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc sở hữu và kết quả kinh doanh.....	92
Bảng 4.4: Kết quả EFA của thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp .....	93
Bảng 4.5: Kết quả EFA của thang đo kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc và kết quả kinh doanh.....	94
Bảng 4.6: Mối quan hệ giữa các khái niệm thành phần của thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp .....	98
Bảng 4.7: Tóm tắt kết quả kiểm định thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp.....	98
Bảng 4.8: Mối quan hệ giữa các khái niệm nghiên cứu mô hình tới hạn.....	100

Bảng 4.9: Tóm tắt kết quả kiểm định thang đo.....	101
Bảng 4.10: Hệ số hồi quy của mô hình lý thuyết đề xuất.....	102
Bảng 4.11: Hệ số hồi quy của mô hình lý thuyết điều chỉnh.....	104
Bảng 4.12: Kết quả ước lượng bằng bootstrap với N = 1.000.....	106
Bảng 4.13: Kiểm định Chi-square phân tích cấu trúc đa nhóm.....	108
Bảng 4.14: Hệ số hồi quy của mô hình bất biến trong phân tích cấu trúc đa nhóm (Nhóm có tỷ lệ vốn nhà nước $\leq 49\%$ ).....	109
Bảng 4.15: Hệ số hồi quy của mô hình bất biến trong phân tích cấu trúc đa nhóm (Nhóm có tỷ lệ vốn nhà nước $\geq 51\%$ ).....	109
Bảng 4.16: Kết quả kiểm định biến trung gian tinh thần làm chủ doanh nghiệp .....	111



## MỤC LỤC

### CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ NGHIÊN CỨU

1.1. SỰ CẦN THIẾT CỦA NGHIÊN CỨU .....	1
1.1.1. Về mặt lý thuyết .....	1
1.1.2. Về mặt thực tiễn .....	6
1.2. QUÁ TRÌNH CỔ PHẦN HÓA DNNN TẠI VIỆT NAM.....	9
1.3. MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU VÀ CÂU HỎI NGHIÊN CỨU.....	14
1.4. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU.....	15
1.5. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU.....	16
1.6. ĐÓNG GÓP MỚI CỦA LUẬN ÁN .....	17
1.7. CẤU TRÚC LUẬN ÁN .....	19

### CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

2.1. KHÁI NIỆM TƯ NHÂN HÓA VÀ CỔ PHẦN HÓA .....	21
2.1.1. Khái niệm tư nhân hoá.....	21
2.1.2. Khái niệm cổ phần hoá .....	25
2.1.3. Bản chất của tư nhân hoá và cổ phần hóa.....	27
2.2. LÝ THUYẾT CỔ PHẦN HÓA (Privatization Theory).....	28
2.2.1. Lý thuyết người đại diện.....	28
2.2.2. Lý thuyết quyền sở hữu .....	30
2.2.3. Lý thuyết lựa chọn công.....	31
2.2.4. Lý thuyết người đại diện, lý thuyết quyền sở hữu, lý thuyết lựa chọn công và cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam.....	32

2.3. LÝ THUYẾT HỘI NHẬP .....	35
2.4. KẾT QUẢ KINH DOANH .....	36
2.4.1 Định nghĩa kết quả kinh doanh .....	36
2.4.2. Đo lường kết quả kinh doanh .....	37
2.4.3. Các tiêu chí đánh giá kết quả kinh doanh của DN cổ phần hóa tại VN .....	40
2.5. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ CÁC GIẢ THUYẾT .....	41
2.5.1. CÁC KHÁI NIỆM NGHIÊN CỨU .....	41
2.5.1.1. Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu .....	41
2.5.1.2. Kỳ vọng hội nhập .....	43
2.5.1.3. Tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Corporate Entrepreneurship) .....	45
2.5.1.3.1. Lập nghiệp (Entrepreneur) và khởi nghiệp (Startup) .....	45
2.5.1.3.2. Tinh thần làm chủ (Entrepreneurship) .....	46
2.5.1.3.3. Định hướng làm chủ (Entrepreneurial Orientation) và tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Corporate Entrepreneurship) .....	47
2.5.2. CÁC GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU .....	50
2.5.2.1. Tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kết quả kinh doanh .....	50
2.5.2.2. Sự thay đổi cấu trúc sở hữu và tinh thần làm chủ doanh nghiệp .....	52
2.5.2.3. Sự thay đổi cấu trúc sở hữu và kết quả kinh doanh.....	55
2.5.2.4. Tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kỳ vọng hội nhập .....	58
2.5.2.5. Kỳ vọng hội nhập và kết quả kinh doanh .....	59
2.5.3. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU .....	60
2.6. TÓM TẮT CHƯƠNG 2 .....	61

### **CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

3.1. THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU .....	62
3.1.1. Phương pháp nghiên cứu .....	62

3.1.1.1. Nghiên cứu sơ bộ .....	62
3.1.1.2. Nghiên cứu chính thức .....	64
3.1.2. Quy trình nghiên cứu .....	65
3.2. ĐIỀU CHỈNH THANG ĐO CÁC KHÁI NIỆM NGHIÊN CỨU .....	68
3.2.1. Các thang đo gốc .....	68
3.2.2. Điều chỉnh các thang đo.....	70
3.2.2.1. Thang đo kỳ vọng hội nhập.....	71
3.2.2.2. Thang đo sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu .....	72
3.2.2.3. Thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp .....	73
3.2.2.4. Thang đo kết quả kinh doanh .....	76
3.2.2.5. Thiết kế bảng câu hỏi điều tra sơ bộ.....	78
3.3. ĐIỀU TRA SƠ BỘ ĐÁNH GIÁ THANG ĐO .....	79
3.3.1. Mô tả chương trình điều tra và mẫu điều tra.....	79
3.3.2. Kết quả thống kê mô tả .....	79
3.3.3. Đánh giá sơ bộ độ tin cậy của thang đo.....	80
3.3.4. Đánh giá giá trị thang đo bằng phân tích nhân tố khám phá EFA .....	82
3.3.5. Kết luận về kết quả nghiên cứu sơ bộ.....	85
3.4. Tóm tắt chương 3.....	86

## **CHƯƠNG 4: PHÂN TÍCH KẾT QUẢ VÀ KIỂM ĐỊNH**

### **MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU**

4.1. THIẾT KẾ CHƯƠNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CHÍNH THỨC .....	87
4.1.1. Mẫu nghiên cứu .....	88
4.1.2. Phương pháp chọn mẫu.....	88
4.1.3. Đơn vị phân tích và đối tượng phỏng vấn .....	89
4.1.4. Phương pháp thu thập dữ liệu .....	89

4.1.5. Phạm vi nghiên cứu .....	89
4.1.6. Kết quả thống kê mô tả .....	89
4.2. ĐÁNH GIÁ ĐỘ TIN CẬY CỦA THANG ĐO .....	90
4.3. PHÂN TÍCH NHÂN TỐ KHÁM PHÁ EFA.....	92
4.4. PHÂN TÍCH NHÂN TỐ KHẮNG ĐỊNH CFA .....	94
4.4.1. Phương pháp luận phân tích nhân tố khẳng định CFA.....	94
4.4.2. Kết quả phân tích nhân tố khẳng định CFA.....	96
4.5. KIỂM ĐỊNH MÔ HÌNH LÝ THUYẾT BẰNG MÔ HÌNH SEM.....	101
4.5.1. Kiểm định mô hình lý thuyết đề xuất .....	102
4.5.2. Kiểm định mô hình lý thuyết điều chỉnh .....	103
4.5.3. Kiểm định ước lượng mô hình lý thuyết điều chỉnh bằng bootstrap.....	105
4.5.4. Kiểm định các giả thuyết .....	106
4.6. PHÂN TÍCH CẤU TRÚC ĐA NHÓM.....	107
4.7. KIỂM ĐỊNH BIẾN TRUNG GIAN TINH THẦN LÀM CHỦ DN.....	110
4.8. THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU .....	111
4.9. TÓM TẮT CHƯƠNG 4 .....	123

## **CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý QUẢN TRỊ**

5.1. KẾT LUẬN .....	124
5.2. HÀM Ý QUẢN TRỊ .....	129
5.2.1. Đối với nhân tố sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu .....	129
5.2.2 Đối với nhân tố tinh thần làm chủ doanh nghiệp .....	132
5.3. HẠN CHẾ CỦA NGHIÊN CỨU VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO .....	134

**DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CỦA TÁC GIẢ ĐÃ  
CÔNG BỐ CÓ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN .....136**

**DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO .....136**

**PHỤ LỤC**

PHỤ LỤC 1: TỔNG QUAN MỘT SỐ NGHIÊN CỨU

PHỤ LỤC 2: DANH SÁCH CÁC CHUYÊN GIA THAM GIA NGHIÊN  
CỨU ĐỊNH TÍNH

PHỤ LỤC 3: NGHIÊN CỨU ĐỊNH TÍNH KHÁM PHÁ

PHỤ LỤC 4: NGHIÊN CỨU ĐỊNH TÍNH ĐIỀU CHỈNH THANG ĐO

PHỤ LỤC 5: PHÒNG VẤN SÂU HOÀN THIỆN BẢNG CÂU HỎI  
KHẢO SÁT

PHỤ LỤC 6: BẢNG CÂU HỎI KHẢO SÁT SƠ BỘ

PHỤ LỤC 7: BẢNG CÂU HỎI KHẢO SÁT CHÍNH THỨC

PHỤ LỤC 8: KẾT QUẢ XỬ LÝ DỮ LIỆU

PHỤ LỤC 9: NGHIÊN CỨU ĐỊNH TÍNH SAU ĐỊNH LƯỢNG

PHỤ LỤC 10: CÁC TÍNH TOÁN BẰNG EXCEL

PHỤ LỤC 11: DANH SÁCH DOANH NGHIỆP KHẢO SÁT

# CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP CỔ PHẦN HÓA: NGHIÊN CỨU TẠI VIỆT NAM

## Tóm tắt

Sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng kết hợp với nghiên cứu định tính để khám phá các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt Nam. Bằng việc đo lường kết quả kinh doanh theo mức độ cảm nhận (Subjective performance), kết quả nghiên cứu có ba mối quan hệ có ý nghĩa thống kê, bao gồm sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu tác động tích cực đến tinh thần làm chủ doanh nghiệp; tinh thần làm chủ doanh nghiệp tác động tích cực đến kết quả kinh doanh; tinh thần làm chủ doanh nghiệp tác động tích cực đến kỳ vọng hội nhập. Hai mối quan hệ không có ý nghĩa thống kê là sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh; kỳ vọng hội nhập và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa. Từ đó cho thấy, cổ phần hóa cần phải công khai, minh bạch và thực chất hơn, doanh nghiệp cổ phần hóa hoạt động hiệu quả hơn khi thật sự xảy ra sự thay đổi trong doanh nghiệp, cụ thể được thể hiện qua biến trung gian tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Corporate entrepreneurship) với ba thành phần thay mới chiến lược (Strategic Renewal), mạo hiểm (Venturing) và đổi mới (Innovativeness).

**Từ khóa:** Cổ phần hóa, tinh thần làm chủ doanh nghiệp, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, kỳ vọng hội nhập.

# **FACTORS AFFECTING PERFORMANCE OF EQUITIZED ENTERPRISES: A CASE OF RESEARCH IN VIETNAM**

## **Abstract**

Using quantitative research method combined with qualitative research method to explore factors affecting performance of equitized enterprises in Vietnam. By measuring subjective performance, the research results have three statistically significant relationships, including the change in ownership structure has the positive impact on corporate entrepreneurship; corporate entrepreneurship has the positive impact on performance; corporate entrepreneurship has the positive impact on expected integration. The two relationships are not statistically significant as the change in ownership structure and performance, expected integration and performance of equitized enterprises. Since then, it is shown that equitization needs to be more real, equitized enterprises operate more effectively when realization of changes in enterprises, specifically shown by the mediator variable of corporate entrepreneurship with three components of strategic renewal, venturing and innovativeness.

**Keywords: Equitization, Corporate entrepreneurship, Subjective performance, Expected integration.**

# CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ NGHIÊN CỨU

## 1.1. Sự cần thiết của nghiên cứu

### 1.1.1. Về mặt lý thuyết

Chuyển giao quyền sở hữu tài sản và quyền kiểm soát doanh nghiệp nhà nước từ nhà nước sang khu vực tư nhân là khái niệm tư nhân hóa (Privatization) theo quan điểm của Ngân hàng thế giới được chấp nhận rộng rãi (Shirley, 1992). Tuy nhiên, ở Việt Nam, dùng từ cổ phần hóa (Equitization) phù hợp hơn, tư nhân hóa là cách gọi của thế giới, cổ phần hóa là cách gọi của Việt Nam và được hiểu là chuyển doanh nghiệp nhà nước sang hoạt động theo hình thức công ty cổ phần.

Lý thuyết quyền sở hữu (Property right theory) (Coase, 1960; Alchian & Demsetz, 1973; Furubotn & Pejovich, 1972) cho rằng sự tập trung quyền sở hữu vào tư nhân sẽ tạo động lực tìm kiếm lợi nhuận hơn so với sự phân tán, không rõ ràng của sở hữu công. Lý thuyết người đại diện (Agency theory) (Jensen & Merkling (1976) cho rằng các nhà quản lý trong doanh nghiệp nhà nước không có động lực để tìm kiếm lợi nhuận, bởi bản chất của con người là có tính tư lợi, sự tồn tại của thông tin bất cân xứng sẽ dẫn đến hành vi cơ hội của người đại diện khi lợi ích của người chủ sở hữu và người đại diện mâu thuẫn với nhau. Lý thuyết lựa chọn công (Public choice theory) (Buchanan, 1978; Ott & Hartley, 1993; Gubin et al., 1999) cho rằng tính không hiệu quả của sở hữu công do lợi ích cá nhân của các nhà làm chính trị. Chính phủ theo đuổi mục tiêu chính trị sẽ mâu thuẫn với việc tối đa hóa lợi nhuận, sự can thiệp chính trị vào kinh tế có thể làm lệch mục tiêu và gây trở ngại đến công việc điều hành hoạt động kinh doanh của nhà quản lý (Shleifer & Vishny, 1997). Lý thuyết người đại diện, lý thuyết quyền sở hữu, lý thuyết lựa chọn công đều có chung quan điểm rằng sở hữu tư nhân bản chất vốn có là hiệu quả hơn so với sở hữu nhà nước xét về mặt kinh tế (Zhibin, 2004), nên việc chuyển quyền sở hữu và quyền kiểm soát DNNN từ nhà nước sang khu vực tư nhân là cách tốt nhất để cải thiện kết quả kinh doanh.



Djankov & Murrell (2002) sử dụng phương pháp phân tích tổng hợp (meta analysis), tổng hợp hơn 100 nghiên cứu về tư nhân hóa doanh nghiệp nhà nước tại các nước có nền kinh tế chuyển đổi, tác giả rút ra kết luận rằng sở hữu công nhân viên, sở hữu của lãnh đạo, sở hữu nhà nước là những sở hữu cản trở nhiều nhất hoạt động thay đổi cấu trúc chủ sở hữu khi tư nhân hóa và sau tư nhân hóa. Sở hữu công nhân viên, sở hữu của lãnh đạo trong công ty thậm chí chống lại quá trình tái cấu trúc, làm quá trình tư nhân hóa chậm lại ảnh hưởng tiêu cực đến kế hoạch tư nhân hóa của chính phủ. Trong khi đó, sở hữu nước ngoài, sở hữu các nhà đầu tư lớn sẽ giúp đẩy nhanh quá trình thay đổi, tái cấu trúc chủ sở hữu lần lượt gấp 12 và 10 lần so với cổ đông nội bộ và tư nhân phân tán. Iwasaki & Mizobata (2017) sử dụng phương pháp phân tích tổng hợp, tác giả tập hợp 121 nghiên cứu trước giai đoạn 1989-2015, để nghiên cứu mối quan hệ giữa các loại sở hữu sau tư nhân hóa và kết quả kinh doanh, kết quả cho thấy có sự ảnh hưởng vượt trội của loại hình sở hữu nước ngoài với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp tư nhân hóa so với loại hình sở hữu nhà nước và sở hữu khác trong nước, có bằng chứng rõ ràng rằng tư nhân hóa theo cách bán ưu đãi cổ phần là một sự nguy hiểm của chính sách tư nhân hóa trong các nước có nền kinh tế đang chuyển đổi. Bachiller (2016) sử dụng phương pháp phân tích tổng hợp, tác giả tổng hợp 60 nghiên cứu về mối quan hệ giữa tư nhân hóa và kết quả hoạt động kinh doanh giai đoạn 1989-2014 thuộc 48 quốc gia, để kiểm định vấn đề còn tranh cãi là phương pháp tư nhân hóa và mức độ phát triển của quốc gia ảnh hưởng thế nào đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng phương pháp tư nhân hóa sẽ quyết định kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, những doanh nghiệp tư nhân hóa theo cách bán cổ phần rộng rãi ra công chúng có kết quả hoạt động kinh doanh tốt hơn so với những doanh nghiệp được tư nhân hóa theo các phương pháp khác như bán khép kín hay bán với giá ưu đãi. Kết quả nghiên cứu cũng cho rằng có bằng chứng mạnh mẽ bác bỏ quan điểm cho rằng tư nhân hóa tại các nước đang phát triển không có sự cải thiện kết quả kinh doanh về mặt tài chính, ảnh hưởng của quá trình hội nhập khu vực và thế

giới gắn kết với sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu là nguyên nhân dẫn đến sự cải thiện kết quả kinh doanh của doanh nghiệp tại các quốc gia đang phát triển.

Phổ biến nhất là các nghiên cứu đo lường kết quả kinh doanh của doanh nghiệp tư nhân hóa theo phương pháp đo lường khách quan (Objective performance), sử dụng dữ liệu tài chính thứ cấp từ các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của doanh nghiệp để phân tích, đánh giá kết quả kinh doanh trên cơ sở các chỉ số tài chính truyền thống. Phần lớn các nghiên cứu đều có bằng chứng cho thấy rằng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp tư nhân hóa tốt hơn doanh nghiệp nhà nước (Shirley & Walsh, 2000; Djankov & Murrell, 2002), tư nhân hóa sẽ dẫn đến cải thiện chi phí, sáng tạo và đổi mới (Shleifer, 1998) cũng như cải thiện quản trị DN và tăng năng lực cạnh tranh (Shirley & Walsh, 2000), nhiều nghiên cứu thực nghiệm cũng đưa ra bằng chứng khẳng định tư nhân hóa, bao gồm tư nhân hóa từng phần có tác động dương đến kết quả kinh doanh xét về mặt lợi nhuận tài chính (Boycko et al., 1996; Megginson & Netter, 2001).

Xét về mối quan hệ giữa các loại hình chủ sở hữu và kết quả kinh doanh, một số công trình nghiên cứu tiêu biểu với phương pháp nghiên cứu định lượng như Sun & Tong (2003); Gupta (2005); We et al., (2005) được thực hiện tại Trung Quốc, nước có nền kinh tế chuyển đổi khá tương đồng với Việt Nam, kết luận rằng sở hữu nhà nước có mối quan hệ âm với kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cổ phần hóa theo phương pháp cổ phần hóa từng phần. Lin et al., (2009) nghiên cứu 461 doanh nghiệp cổ phần hóa hoạt động trong lĩnh vực sản xuất tại Trung Quốc giai đoạn 1990 – 2002, kết quả chỉ ra rằng trong các loại hình sở hữu, hầu hết sở hữu nhà nước có mối quan hệ âm với kết quả kinh doanh, có bằng chứng chắc chắn rằng sự can thiệp chính trị vào kinh tế đã làm doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả. Qua đó, cho thấy cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước giúp cải thiện quản trị doanh nghiệp đã làm tăng kết quả kinh doanh, nhưng cổ phần hóa từng phần mà không chuyển giao quyền sở hữu và quyền kiểm soát từ nhà nước sang các hình thức ngoài nhà nước vẫn là nguyên nhân chính dẫn đến việc hoạt động kém hiệu quả của các doanh nghiệp cổ phần hóa tại Trung

Quốc. Li et al., (2012) nghiên cứu kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cổ phần hóa tại Trung Quốc, dựa trên lý thuyết người đại diện, các tác giả đã chia thành ba loại hình sở hữu trong doanh nghiệp cổ phần hóa, bao gồm do nhà nước kiểm soát, sở hữu phân tán và do tư nhân kiểm soát. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng loại hình sở hữu nào kiểm soát doanh nghiệp sau cổ phần hóa đóng vai trò quyết định đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, doanh nghiệp thuộc sở hữu phân tán và do tư nhân kiểm soát có sự cải thiện kết quả kinh doanh rõ ràng và giảm chi phí người đại diện (agency cost) hơn nhiều so với doanh nghiệp do vốn nhà nước kiểm soát. Garaca (2017) cho rằng tư nhân hóa mà không chuyển giao quyền kiểm soát doanh nghiệp thì sẽ không giải quyết được vấn đề mà doanh nghiệp nhà nước đang đối mặt là sự thất thoát, lãng phí, kém hiệu quả về mặt tài chính là kết luận chung của nhiều nghiên cứu. Lý do chung nhất của hầu hết các nghiên cứu để giải thích doanh nghiệp tư nhân hóa hoạt động tốt hơn so với trước kia là doanh nghiệp nhà nước là vấn đề cải thiện chất lượng quản trị doanh nghiệp, cụ thể hơn là các chủ sở hữu tư nhân sẽ yêu cầu các nhà quản lý tập trung tìm kiếm lợi nhuận một cách quyết liệt, mạnh mẽ hơn so với sự quan liêu của các nhà quản lý thuộc doanh nghiệp nhà nước (Shleifer & Vishny, 1997).

Bên cạnh các nghiên cứu phổ biến liên quan đến mối quan hệ giữa các loại hình sở hữu và kết quả kinh doanh, còn có một số nghiên cứu về mối quan hệ giữa các nhân tố phi sở hữu và kết quả kinh doanh. Garaca (2017) sử dụng phương pháp phân tích tổng hợp (meta analysis), tác giả tổng hợp hơn 150 nghiên cứu khác nhau về tư nhân hóa, kết quả cho thấy các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh thường được nhắc đến như sự can thiệp chính trị, sự thiếu động lực của ban quản lý là nguyên nhân dẫn đến việc kém hiệu quả của doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp do nhà nước có vốn chi phối. Dựa trên nền tảng lý thuyết người đại diện, lý thuyết quyền sở hữu và lý thuyết lựa chọn công, trên cơ sở phương pháp nghiên cứu định tính, Cuervo & Villalonga, (2000); Ramaswami & Glinow, (2000); Shaker et al., (2000); Orawee, (2007), Cuervo & Villalonga (2000) kết luận rằng tư nhân hóa là sự khởi đầu cho một quá trình

thay đổi trong doanh nghiệp, bao gồm phong cách lãnh đạo, động lực của ban quản lý, mục tiêu, động cơ làm việc, chiến lược kinh doanh, văn hóa doanh nghiệp và những nhân tố này tác động đến kết quả kinh doanh. Muzangaza (2001) sử dụng phương pháp nghiên cứu hỗn hợp định tính và định lượng, khảo sát 500 doanh nghiệp tại Zimbabwe, kết luận rằng việc tồn tại sự khác nhau giữa ý thức hệ và hành vi giữa doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân là nhân tố cản trở quá trình chuyển đổi sở hữu từ lĩnh vực công sang lĩnh vực tư. Trong đó, ý thức hệ là nhân tố cản trở giai đoạn bắt đầu của chương trình tư nhân hóa, hành vi là nhân tố cản trở trong quá trình thực thi chương trình tư nhân hóa.

Mặc dù nhiều nghiên cứu ủng hộ sự vượt trội về hiệu quả kinh tế của sở hữu tư so với sở hữu công, tuy nhiên, tư nhân hóa cũng gặp phải sự bất lợi từ nội tại của nó. Các tổ chức có liên quan (Stakeholders) không phải lúc nào cũng hài lòng tác động của tư nhân hóa (Birdsall & Nellis, 2005), tình trạng mất việc làm do tư nhân hóa có thể ảnh hưởng đến sứ mệnh chính trị của các nhà làm chính trị nói riêng và chính phủ nói chung (Boycko et al., 1996). Làn sóng cổ phần hóa hàng loạt có thể làm mất đi những kỳ vọng về chất lượng quản trị doanh nghiệp và cải thiện kết quả kinh doanh của những doanh nghiệp cổ phần hóa Trung Quốc (Wang & Judge, 2011), thậm chí là hậu quả thất thoát tài sản của nhà nước, rơi vào tay của tư nhân như ở Liên bang Nga vào những năm 1990. Shirley & Walsh (2000) cho rằng cạnh tranh có thể giúp sự cân bằng kết quả kinh doanh giữa sở hữu công và sở hữu tư, không cần thiết phải tư nhân hóa hàng loạt vì tốn quá nhiều chi phí cho sự chuyển đổi sở hữu, thậm chí hậu quả là thảm họa về thị trường như từng xảy ra ở Liên bang Nga vào những năm 1990. Stiglitz (1998) cũng cho rằng trong các nền kinh tế chuyển đổi, cạnh tranh quan trọng hơn và có thể thay thế cho tư nhân hóa bằng việc cho phép các công ty tư nhân cạnh tranh với các doanh nghiệp độc quyền nhà nước, việc này có thể tạo áp lực buộc các doanh nghiệp độc quyền nhà nước tự cải thiện và hoạt động hiệu quả hơn.

Tại Việt Nam, một số các nghiên cứu định lượng điển hình về kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa như Loc et al., (2006); Nguyễn Lê

Quý Hiền, (2012); Đoàn Ngọc Phúc, (2014); Tran et al., (2015); Trương Đồng Lộc & Ngô Mỹ Trần, (2016); Nguyễn Thị Xuân Hồng (2017) đều có chung quan điểm rằng chất lượng quản trị doanh nghiệp tại các doanh nghiệp cổ phần hóa đã được cải thiện, góp phần làm tăng kết quả kinh doanh về mặt lợi nhuận. Bên cạnh đó, còn có một số nghiên cứu về mối quan hệ giữa cổ phần hóa và kết quả kinh doanh của Phạm Thị Huyền (2009); Bùi Quốc Anh, (2009); Trần Xuân Long (2012); Hoàng Tuấn, (2016); Dương Văn Hòa, (2016); Dương Đức Tâm, (2016). Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu này là các nghiên cứu ứng dụng, có chung đặc điểm là phân tích thực trạng cổ phần hóa của các doanh nghiệp VN và nêu giải pháp, quan điểm nghiên cứu chủ quan dựa trên đường lối chính sách của Đảng và Nhà nước, quan điểm chính trị Mác - Lê Nin với phương pháp biện chứng.

### **1.1.2. Về mặt thực tiễn**

Tư nhân hóa bắt đầu từ các nước phát triển, nhiều nhà nghiên cứu đã có cùng quan điểm cho rằng tư nhân hóa bắt đầu từ nước Anh vào năm 1979 (Ramanadham, 1988; Hodge, 2004; Megginson & Netter, 2001; Ormerod, 2014), chính phủ Anh lúc bấy giờ đã sử dụng tư nhân hóa như là một công cụ để hạn chế quyền lực của các doanh nghiệp nhà nước, và công ty dầu khí British Petroleum được xem là công ty tư nhân hóa đầu tiên. Theo sau nước Anh là Ý, Pháp, Đức, Tây Ban Nha và Bồ Đào Nha, sáu quốc gia này đã dẫn đầu thế giới về tư nhân hóa doanh nghiệp nhà nước, chiếm 29% tổng số tài sản giao dịch thời điểm đó (Bortolotti & Milella, 2008). Sau đó, tư nhân hóa lan truyền nhanh trên thế giới, là xu hướng không thể tránh khỏi trong nhiều thập niên qua của nhiều nền kinh tế trên thế giới, nhất là ở các nước đang phát triển khi số lượng doanh nghiệp nhà nước thường rất lớn hơn nhiều lần so với các nước phát triển (Yuliya, 2011). Ngoại trừ Hoa Kỳ, không giống như các nước khác trên thế giới, bởi quốc gia này không có làn sóng quốc hữu hóa sau chiến tranh thế giới lần 2 như ở Anh, do đó ở Hoa Kỳ không có nhiều tài sản công hay doanh nghiệp nhà nước (Howe et al., 2002). Tiếp theo, các nước Đông Âu cũng thực hiện tư nhân hóa để chấm dứt nền kinh tế hành chính, mệnh lệnh đồng thời huy động vốn cho nền

kinh tế. Tư nhân hóa trở thành một chính sách kinh tế được áp dụng rộng rãi trong các nền kinh tế đang chuyển đổi từ nguyên Liên bang Xô Viết, các nước xã hội chủ nghĩa ở Đông Âu, một vài quốc gia ở Châu Mỹ La Tinh, Trung Quốc (Zhibin, 2004) và Việt Nam cũng không phải ngoại lệ trong bối cảnh hội nhập kinh tế thế giới. Tuy nhiên, ở Việt Nam dùng từ cổ phần hóa sẽ phù hợp hơn.

Cổ phần hóa là hạt nhân của chương trình tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước trong quá trình tái cơ cấu nền kinh tế ở Việt Nam, từ hệ thống doanh nghiệp nhà nước khoảng 12.000 doanh nghiệp (Vũ Thành Tự Anh, 2005), sau 25 năm kể từ năm 1992, chính phủ đã sắp xếp lại số lượng doanh nghiệp nhà nước và cổ phần hóa thành công hơn 4.529\* doanh nghiệp. Số lượng doanh nghiệp nhà nước từ gần 1.500 doanh nghiệp vào năm 2010 (Bộ tài chính, 2016), tính đến hết tháng 9/2017 còn 562\*\* doanh nghiệp chủ yếu hoạt động trong các lĩnh vực đảm bảo cân đối vĩ mô cho nền kinh tế, an ninh và quốc phòng. Nhờ vào quản trị doanh nghiệp hiện đại và kỹ thuật công nghệ cao, sự tham gia của loại hình sở hữu nước ngoài và sở hữu các tổ chức lớn ngoài nhà nước được kỳ vọng sẽ cải thiện kết quả kinh doanh qua sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu của doanh nghiệp, để hình thành phương thức quản trị mới nhằm giải quyết tình trạng hoạt động thua lỗ, tạo gánh nặng cho ngân sách như thời gian qua. Vì thế, cổ phần hóa tại Việt Nam, vấn đề được quan tâm nhiều nhất là sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, đặc biệt là tỷ lệ phần vốn nhà nước nắm giữ khi cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước.

Thực trạng cổ phần hóa tại Việt Nam cho thấy rất nhiều doanh nghiệp cổ phần hóa có cơ cấu chủ sở hữu vốn chưa thay đổi nhiều, nhà nước còn giữ cổ phần chi phối, thậm chí chi phối tuyệt đối trong cấu trúc chủ sở hữu, đặc biệt nhất là người đại diện vốn nhà nước theo cách đặc trưng của Việt Nam. Cụ thể, theo báo cáo 436/BC-CP của chính phủ gửi Quốc hội ngày 17/10/2016, từ năm 2011 đến hết tháng 9/2016 có 426 doanh nghiệp triển khai xong việc bán cổ phần lần đầu thì 81,1% vốn thuộc về nhà nước, công đoàn nắm giữ 0,6%, người lao động nắm giữ 1,6%, nhà đầu tư chiến lược nắm giữ 7,3%, các nhà đầu tư khác thông qua việc bán đấu giá công khai nắm giữ 9,4% vốn điều lệ. Đặc biệt, tại các

---

\* và \*\* theo tính toán của tác giả dựa vào số liệu báo cáo của Ban chỉ đạo đổi mới DN, Vụ đổi mới DN thuộc VPCP năm 2008- 2017 và báo cáo của CP số 436/BC-CP ngày 17/9/2016.

công ty lớn, bản chất vẫn là doanh nghiệp nhà nước, nhà nước tiếp tục nắm phần vốn chi phối, thậm chí chi phối tuyệt đối, các lãnh đạo chủ chốt trong doanh nghiệp kể cả lãnh đạo cấp trung vẫn không thay đổi khi cổ phần hóa. Nói cách khác, theo nhận định của nhiều chuyên gia, đây là cổ phần hóa hình thức, chỉ đạt về số lượng chứ chưa đạt mục tiêu về chất lượng như kỳ vọng.

Tuy nhiên, thực tiễn cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước tại VN qua các chỉ số tài chính thể hiện trên báo cáo đã qua kiểm toán và báo cáo 436/BC-CP ngày 17/10/2016, cho thấy phần lớn các công ty cổ phần hóa có kết quả kinh doanh tốt hơn trước kia, thậm chí là những con số rất ấn tượng. Cụ thể, theo báo cáo giai đoạn 2011 – 2015, kết quả hoạt động kinh doanh đều tăng so với năm trước như vốn điều lệ tăng 73%, tổng tài sản tăng 39%, vốn chủ sở hữu tăng 60%, doanh thu tăng 29%, lợi nhuận trước thuế tăng 49%, nộp ngân sách tăng 29%, thu nhập bình quân người lao động tăng 33% (Bộ tài chính, 2016). Cổ phần hóa tại VN vẫn chưa làm thay đổi cấu trúc chủ sở hữu của nền kinh tế, tỷ lệ vốn nhà nước vẫn còn chi phối trong cấu trúc chủ sở hữu vốn của DN cổ phần hóa nhưng kết quả kinh doanh lại rất khả quan. Điều này ngược với lý thuyết cổ phần hóa (Privatization theory) và kết luận của hầu hết các nghiên cứu về mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa tỷ lệ vốn nhà nước trong DN và kết quả kinh doanh.

Khi đánh giá kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa, các nghiên cứu trên thế giới và tại Việt Nam thường đo lường kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa trong mối quan hệ giữa các loại hình chủ sở hữu với kết quả kinh doanh theo phương pháp đo lường khách quan (Objective performance) bằng các chỉ số tài chính truyền thống dựa trên nguồn dữ liệu thu thập từ dữ liệu tài chính thứ cấp qua các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên nên thường giới hạn trong mối quan hệ ảnh hưởng của các loại hình chủ sở hữu và kết quả kinh doanh. Vì vậy, chưa giải thích được sự khác biệt giữa lý thuyết và thực tiễn với đặc trưng của cổ phần hóa tại Việt Nam. Theo lược khảo tài liệu trên các cơ sở dữ liệu (Science Direct, ProQuest, Emerald Management và các thư viện điện tử trong nước), cho đến cuối năm 2017 vẫn chưa có công trình nào

nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa tiếp cận theo hướng đo lường dựa trên mức độ cảm nhận (Subjective performance). Do đó, cần có nghiên cứu để lấp khoảng trống này.

Với việc đánh giá kết quả kinh doanh bằng phương pháp đo lường theo mức độ cảm nhận (Subjective performance) dựa trên nguồn dữ liệu sơ cấp được xem là đối lập với phương pháp đo lường khách quan (Objective performance), nghiên cứu của luận án đã mở rộng phạm vi đánh giá kết quả kinh doanh với các nhân tố sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Corporate entrepreneurship) và kỳ vọng hội nhập của doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt Nam trong bối cảnh hội nhập kinh tế khu vực và thế giới. Qua đó, nghiên cứu đóng góp về mặt thực tiễn là giải thích nguyên nhân của sự khác biệt giữa lý thuyết và thực tiễn cổ phần hóa tại Việt Nam và đưa ra hàm ý quản trị cho các nhà hoạch định chính sách, lãnh đạo các doanh nghiệp cổ phần hóa. Bên cạnh đó, nghiên cứu đóng góp về mặt lý thuyết với nhân tố tinh thần làm chủ doanh nghiệp đóng vai trò là biến trung gian với ba thành phần thay mới chiến lược (Strategic Renewal), đổi mới (Innovativeness), mạo hiểm (Venturing). Đồng thời, củng cố lý thuyết cổ phần hóa (Privatization theory) với nét riêng biệt của cổ phần hóa tại Việt Nam so với các nước thế giới.

Trên cơ sở đó, đề tài “Các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa: Nghiên cứu tại VN” được lựa chọn để nghiên cứu.

## **1.2. Quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam**

Năm 1987, nhà nước bắt đầu khởi xướng chương trình chuyển các xí nghiệp quốc doanh thành các công ty hoạt động theo hình thức công ty cổ phần, đây có thể xem là thời điểm đầu tiên vấn đề cổ phần hóa tại Việt Nam được đề cập, để làm nền tảng thực hiện chủ trương này, nghị định số 217/HĐBT ngày 14/11/1987 và số 43/HĐBT ngày 10/05/1990 được chính phủ ban hành.

1992-1995, trên cơ sở chỉ thị số 202/CT ngày 8/6/1992 của chính phủ, 5 xí nghiệp quốc doanh đầu tiên được cổ phần hóa thành công. Mặc dù với số lượng



xí nghiệp được cổ phần hóa rất khiêm tốn nhưng nhận thức về cổ phần hóa đã bắt đầu hình thành trong các cấp lãnh đạo doanh nghiệp nhà nước.

Năm 1996, chính phủ tiếp tục ra văn bản số 25/CP ngày 26/3/1997 và quyết định số 548/1996/QĐ-TTg để tạo hành lang pháp lý đầy đủ cho việc mở rộng đối tượng cổ phần hóa. Trên cơ sở đó, đến năm 1997, thêm 25 doanh nghiệp nhà nước tiếp theo được cổ phần hóa thành công.

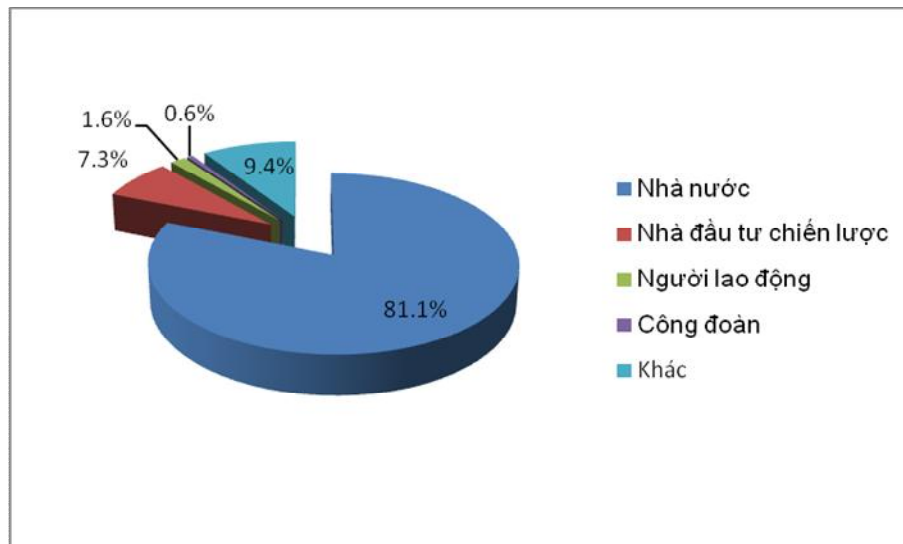
Năm 1998, nghị định số 44/1998/NĐ-CP được chính phủ ban hành, đây có thể xem là văn bản chính thức và đầy đủ nhất quy định cụ thể về quyền mua cổ phần cho cá nhân và doanh nghiệp tham gia cổ phần hóa. Với chủ trương thông thoáng hơn, cơ sở pháp lý hoàn thiện, kết quả đến giai đoạn 1998–2000, có 528 doanh nghiệp nhà nước đã được cổ phần hóa thành công.

Năm 2001, điểm nổi bật trong năm này là thị trường chứng khoán bắt đầu hình thành tại Việt Nam, sau khi có thị trường chứng khoán, cổ phiếu được lưu hành trên thị trường, tính thanh khoản của cổ phiếu tăng nhanh, tạo động lực mạnh mẽ cho quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước. Thị trường chứng khoán của Việt Nam mới hình thành nhưng sự tăng trưởng vượt bậc của thị trường chứng khoán đã tạo ra động lực mạnh mẽ, tính thanh khoản của cổ phiếu rất tốt, dẫn đến sự bùng nổ số lượng doanh nghiệp tham gia cổ phần hóa, kết quả đến giai đoạn 2001-2006, 3.155 doanh nghiệp được cổ phần hóa thành công.

Năm 2007, thị trường chứng khoán có dấu hiệu bong bóng chứng khoán, các cổ phiếu ồ ạt lên sàn, giá cổ phiếu tăng từng giờ, từng ngày. Tuy nhiên, từ năm 2008 đến 2010 thị trường chứng khoán đã bắt đầu suy giảm và giảm mạnh liên tiếp vào những năm sau, đã ảnh hưởng tiêu cực đến cổ phần hóa, nên đến năm 2010 chỉ có 233 doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hóa thành công.

Năm 2011, sau một thời gian chương trình cổ phần hóa bị chậm lại, để tạo động lực mới, tạo sự đột phá, Chính phủ đã ra hàng loạt các nghị định, quyết định như nghị định số 59/2011/NĐ-CP ngày 18/07/2011; 189/2013/NĐ-CP ; nghị quyết số 15/NQ-CP ngày 06/03/2014; quyết định số 37/2014/QĐ-TTg ngày

18/6/2014; quyết định số 51/2014/QĐ-TTg ngày 15/9/2014 và đặc biệt là quyết định số 22/2015/QĐ-TTg ngày 22/06/2015 về việc chuyển đơn vị sự nghiệp công lập thành công ty cổ phần và quyết định số 41/2015/QĐ-TTg ngày 15/9/2015 về việc bán cổ phần theo lô thể hiện quan điểm mới nhất của chính phủ là thúc đẩy quá trình cổ phần hóa, cho phép bán cổ phiếu theo lô lớn, quyết tâm thoái vốn tại các công ty có quy mô lớn đầu tư ngoài ngành. Kết quả đến năm 2016, có 563 doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hóa thành công, trong đó 426 doanh nghiệp triển khai thành công việc bán cổ phần lần đầu với tỷ lệ nắm giữ phần vốn nhà nước khi triển khai bán cổ phần lần đầu như sau (Hình 1.1):

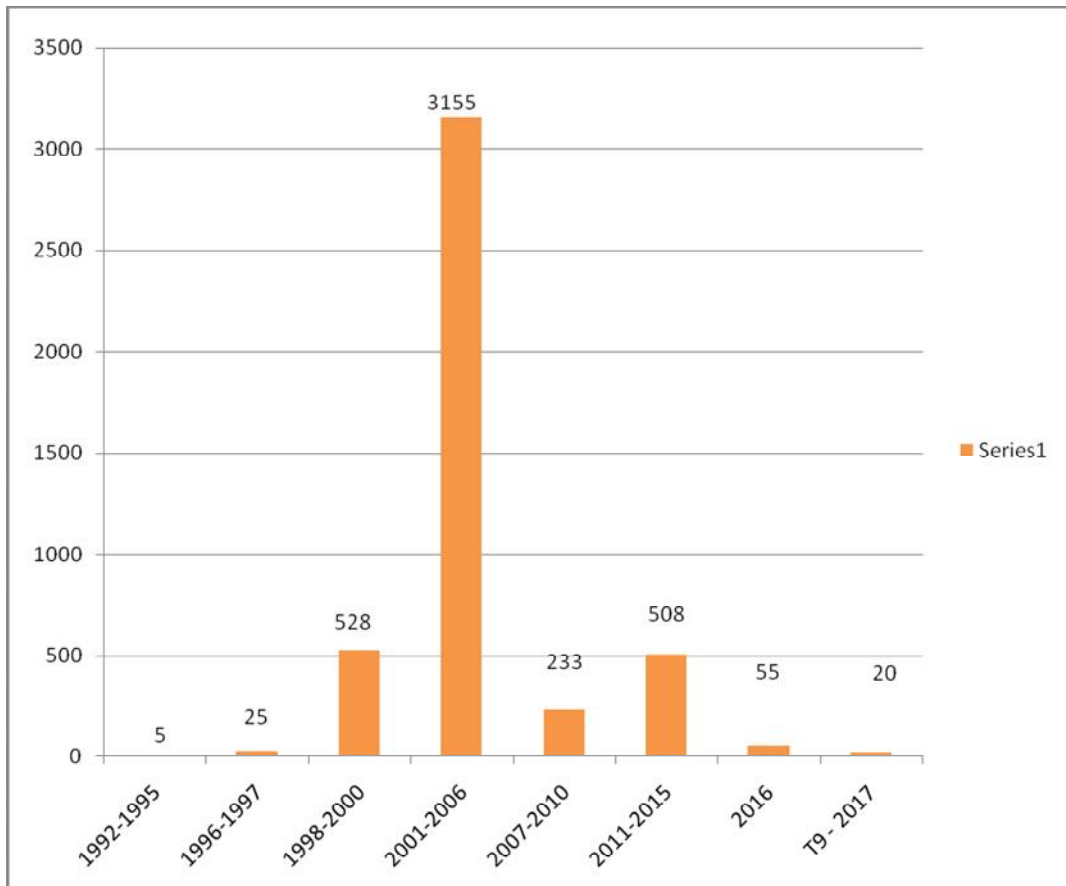


*Nguồn: Bộ tài chính, 2016*

**Hình 1.1: Tỷ lệ nắm giữ phần vốn nhà nước khi triển khai bán cổ phần lần đầu 2011 - 2016**

Dựa trên số liệu của Hình 1.1, có thể thấy rằng vốn nhà nước tiếp tục nắm giữ tỷ lệ chi phối. Mặc dù giai đoạn 2011 – 2016, nhà nước có nhiều chính sách tạo sự đột phá trong chương trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước nhưng hầu hết các chính sách này vẫn chưa được triển khai vào thực tiễn nên nhà nước hầu như vẫn giữ cổ phần chi phối tại các doanh nghiệp, tổng công ty lớn.

Nhìn chung, sau 25 năm thực hiện chương trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, tổng số doanh nghiệp được cổ phần hóa tính đến hết tháng 9/2017 là 4.529 doanh nghiệp (Hình 1.2).



*Nguồn: Tổng hợp từ số liệu của Vụ đổi mới doanh nghiệp thuộc VPCP từ năm 2008 đến 2017 và báo cáo của chính phủ số 436/BC-CP ngày 17/19/ 2016.*

### **Hình 1.2: Tiến độ cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước**

Năm 2017, Chính phủ tập trung nỗ lực thực hiện sắp xếp doanh nghiệp nhà nước giai đoạn 2016 – 2020, quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp tiếp tục được chính phủ chỉ đạo triển khai khẩn trương và quyết liệt, đối tượng cổ phần hóa tiếp tục được mở rộng tới các công ty lớn, tổng công ty lớn với chủ trương sẽ sắp xếp và cổ phần hóa tổng cộng là 240 doanh nghiệp nhà nước giai đoạn 2016 - 2020. Trong đó, sẽ sắp xếp 103 doanh nghiệp nhà nước tiếp tục nắm giữ 100% vốn điều lệ, cổ phần hóa 137 doanh nghiệp còn lại đến hết năm 2020 (Bảng 1.1).

**Bảng 1.1: Kế hoạch sắp xếp, cổ phần hóa giai đoạn 2016 – 2020**

<b>Vốn nhà nước sở hữu</b>	<b>Số lượng DN</b>	<b>Ghi chú</b>
100%	103	Sắp xếp lại thuộc lĩnh vực quốc phòng an ninh, dịch vụ công ích, in đúc tiền, sản xuất vàng miếng và vật phẩm lưu niệm, xuất bản.
Trên 65%	4	Công ty mẹ - Tập đoàn Công nghiệp Than Khoáng sản Việt Nam; Ngân hàng Agribank Công ty thăm dò thuộc Tập đoàn dầu khí VN, Công ty Khoáng sản thuộc Thừa Thiên Huế.
Từ 50 – 65%	27	VNPT, Mobifone, Tập đoàn Hóa chất, Tổng công ty Thuốc lá, Tổng công ty Cà phê, Tổng công ty Điện lực miền Bắc, Trung, Nam, Điện lực Hà Nội, điện lực Tp.HCM, Vinafood 1, Vinafood 2,...
Dưới 50%	106	Tổng công ty Giấy, Tổng công ty Công nghiệp Tàu thủy, Tổng công ty Truyền thông đa phương tiện, Tổng công ty Công nghiệp Xi măng, Tổng công ty Đầu tư và Phát triển nhà và đô thị (HUD), Tổng công ty Đầu tư phát triển đô thị và Khu công nghiệp Việt Nam (Idico), VTV Cab, VTV Broadcom,...
<b>Tổng</b>	<b>240</b>	

*Nguồn: 58/2016/QĐ-TTg 28/12/2016.*

### 1.3. Mục tiêu nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu

Đánh giá kết quả kinh doanh theo phương pháp đo lường khách quan (Objective performance) dựa trên dữ liệu thứ cấp từ các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của công ty đại chúng thường được sử dụng trong các nghiên cứu. Tuy nhiên, do bị giới hạn trong việc phân tích kết quả kinh doanh dựa trên các chỉ số tài chính truyền thống (ROE, ROA, ROS) với các loại hình chủ sở hữu nên phương pháp này chưa giải thích được nguyên nhân của sự khác biệt giữa lý thuyết và thực tiễn với đặc trưng cổ phần hóa tại Việt Nam. Mặc dù ít được sử dụng hơn, nhưng nhiều nghiên cứu cho rằng phương pháp đo lường đối lập với phương pháp này là đo lường theo mức độ cảm nhận (Perceptual measure) còn gọi là phương pháp đánh giá kết quả kinh doanh theo mức độ cảm nhận (Subjective performance) như là một phương pháp đo lường thay thế (Dess & Robinson, 1984; Gupta & Govindarajan, 1984) và có thể mở rộng ra các nhân tố để đánh giá kết quả kinh doanh trong các mối quan hệ nhân quả (Causal relationship) (Lyon et al., 1999; Antoncic & Hisrish, 2003). Trên cơ sở đó, luận án được thực hiện theo cách tiếp cận phương pháp đo lường theo mức độ cảm nhận, với mục tiêu tổng quát của nghiên cứu là khám phá và đo lường các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa. Nghiên cứu kiểm định cho trường hợp các doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt Nam. Từ đó, đề xuất những hàm ý quản trị, gợi ý kiến nghị để cải thiện kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa. Với mục tiêu tổng quát trên, mục tiêu nghiên cứu cụ thể của luận án như sau:

- Xây dựng mô hình mối quan hệ giữa các nhân tố sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, tinh thần làm chủ doanh nghiệp, kỳ vọng hội nhập và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.
- Kiểm định mối quan hệ giữa nhân tố sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh; sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và tinh thần làm chủ doanh nghiệp; tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kết quả kinh doanh; tinh thần làm

chủ doanh nghiệp và kỳ vọng hội nhập; kỳ vọng hội nhập và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.

- Trên cơ sở đó, giải thích nguyên nhân của sự khác biệt giữa lý thuyết và thực tiễn với đặc trưng của cổ phần hóa tại Việt Nam. Đồng thời, đề xuất hàm ý quản trị cho lãnh đạo doanh nghiệp và lãnh đạo các ban ngành, làm cơ sở khoa học cho việc ra các quyết định thực hiện chương trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước trong bối cảnh hội nhập kinh tế khu vực và thế giới.

Để đạt được các mục tiêu nghiên cứu cụ thể trên, cần phải trả lời các câu hỏi nghiên cứu sau:

1. Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, tinh thần làm chủ doanh nghiệp, kỳ vọng hội nhập và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa có mối quan hệ với nhau như thế nào?
2. Ứng dụng cho trường hợp các doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt Nam thì kết quả kiểm định như thế nào?

#### **1.4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

##### **Đối tượng nghiên cứu**

Theo mục tiêu nghiên cứu được trình bày phía trên, đối tượng nghiên cứu là các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa, bao gồm sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, tinh thần làm chủ doanh nghiệp, kỳ vọng hội nhập, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa và mối quan hệ của các nhân tố này với nhau.

##### **Phạm vi nghiên cứu**

Doanh nghiệp cổ phần hóa là những doanh nghiệp nhà nước Việt Nam đã được chuyển đổi và hoạt động theo hình thức công ty cổ phần. Thời gian khảo sát được chia làm hai giai đoạn, bắt đầu từ 1/12/2016 đến 1/03/2017 cho khảo sát sơ bộ và từ 20/8/2017 đến 31/12/2017 cho khảo sát chính thức.

Địa bàn khảo sát chủ yếu thuộc Tp.HCM (46%); Đồng Nai (10%); Hà Nội (16%); Và một số các tỉnh thành khác bao gồm: Đông Nam Bộ (Bình Dương, Vũng Tàu, Bình Phước) 6%; Tây Nam Bộ (Long An, Bến Tre, Đồng Tháp, Tiền Giang, Kiên Giang, Cần Thơ, Cà Mau) 5%; Trung Bộ (Bình Thuận, Lâm Đồng, Đắk Nông, Khánh Hòa, Đà Nẵng, Huế, Quảng Ngãi) 6%; Còn lại là các tỉnh phía Bắc (Bắc Ninh, Quảng Ninh, Hà Nam, Thanh Hóa, Nghệ An, Phú Thọ, Quảng Nam, Hà Tĩnh, Hưng Yên, Hải Phòng, Ninh Bình, Hải Dương, Nam Định, Bình Định, Hà Giang) (11%).

### **Đối tượng khảo sát**

- Đối tượng khảo sát trong nghiên cứu định tính là các chuyên gia đã có kinh nghiệm và nhiều năm làm việc trong lĩnh vực cổ phần hóa.
- Đối tượng khảo sát trong nghiên cứu định lượng là những thành viên chủ chốt trong doanh nghiệp nhà nước đã được cổ phần hóa như trưởng các phòng ban, trưởng các bộ phận, ban giám đốc hoặc các chức danh quản lý khác trong doanh nghiệp cổ phần hóa.

## **1. 5. Phương pháp nghiên cứu**

Phương pháp nghiên cứu hỗn hợp được sử dụng, bao gồm nghiên cứu định lượng có kết hợp với định tính, gồm ba bước: định tính sơ bộ, định lượng sơ bộ và định lượng chính thức.

Nghiên cứu định tính sơ bộ qua phương pháp phỏng vấn sâu và thảo luận nhóm với 7 chuyên gia trong lĩnh vực cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước để khám phá các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh và điều chỉnh thang đo các khái niệm cho phù hợp với môi trường của Việt Nam.

Nghiên cứu định lượng sơ bộ sử dụng phương pháp điều tra thông qua phát phiếu khảo sát trực tiếp hoặc gửi bảng câu hỏi khảo sát qua thư điện tử đến 120 doanh nghiệp cổ phần hóa để thu thập dữ liệu sơ cấp. Đối tượng được hỏi trực tiếp là các chức danh quản lý trong doanh nghiệp nhà nước đã thực hiện

chuyển đổi thành công ty cổ phần như giám đốc, phó giám đốc, trưởng phòng, trưởng ban, trưởng bộ phận hoặc các chức danh quản lý khác.

Nghiên cứu định lượng chính thức được thực hiện bằng cách hỏi trực tiếp hoặc gửi bảng câu hỏi qua thư điện tử đến 320 doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hóa để thu thập dữ liệu sơ cấp. Đối tượng được hỏi là những thành viên chủ chốt trong doanh nghiệp nhà nước đã được cổ phần hóa như trưởng các phòng ban, trưởng các bộ phận, ban giám đốc hoặc các chức danh quản lý khác trong doanh nghiệp cổ phần hóa.

Phân tích dữ liệu thống kê với phần mềm SPSS 16.0 và AMOS 20.0 để kiểm định thang đo được phát triển và đánh giá định lượng mối quan hệ giữa các nhân tố được đề xuất trong mô hình nghiên cứu.

### **1.6. Đóng góp mới của luận án**

Nghiên cứu của luận án đóng góp cả về phương diện lý thuyết và thực tiễn với các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa, cụ thể như sau:

#### **Về phương diện lý thuyết**

Theo lược khảo tài liệu trên các cơ sở dữ liệu (Science Direct, ProQuest, Emerald Management và các thư viện điện tử trong nước), cho đến cuối năm 2017 vẫn chưa có công trình nào nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa tiếp cận theo hướng đo lường dựa trên mức độ cảm nhận (Subjective performance). Nên đây là nghiên cứu đầu tiên thực hiện kiểm định và đo lường các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt Nam theo phương pháp đo lường dựa trên mức độ cảm nhận từ nguồn dữ liệu sơ cấp. Với việc kế thừa và điều chỉnh thang đo từ các thang đo gốc đã có, các giả thuyết nghiên cứu được chấp nhận với đủ độ tin cậy hay các giả thuyết bị bác bỏ đều có ý nghĩa, giúp cho các nhà nghiên cứu, các nhà quản lý có cái nhìn đầy đủ và toàn diện hơn khi đánh giá kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt Nam.



Hơn nữa, với đặc trưng là cổ phần hóa từng phần khác với các nước trên thế giới, tại Việt Nam, nhà nước thường giữ lại cổ phần chi phối và cử người đại diện phần vốn nhà nước trong hầu hết các doanh nghiệp cổ phần hóa, các doanh nghiệp cổ phần hóa lại mua bán cổ phần lẫn nhau (Cross – ownership). Xét về loại hình sở hữu nhà nước trong doanh nghiệp ở Việt Nam, vấn đề chủ sở hữu và người đại diện vốn nhà nước trong các doanh nghiệp cổ phần hóa được nhìn nhận là rất phức tạp, có nhiều chủ thể, phân tán, không tập trung, qua nhiều trung gian, nặng về hình thức, thậm chí thành viên hội đồng quản trị có thể không có cổ phần, không phải là chủ sở hữu thật sự mà chỉ là nặng về thủ tục hành chính. Mặc dù lý thuyết người đại diện, lý thuyết quyền sở hữu và lý thuyết lựa chọn công đã được kiểm chứng trong rất nhiều nghiên cứu trên thế giới. Tuy nhiên, với đặc trưng của cổ phần hóa tại VN, một nước có nền kinh tế đang chuyển đổi, cần thiết phải có sự kiểm định cụ thể để đánh giá, khẳng định lại các lý thuyết, lấp một khoảng trống khi kết luận về mối quan hệ giữa cổ phần hóa và kết quả kinh doanh với trường hợp áp dụng vào môi trường chính trị xã hội của VN.

Đặc biệt, với phương pháp đo lường kết quả kinh doanh theo mức độ cảm nhận, kết quả của nghiên cứu đóng góp về mặt lý thuyết với biến trung gian tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Corporate entrepreneurship) được chấp nhận trong mô hình nghiên cứu, với ba thành phần thay mới chiến lược (Strategic Renewal), đổi mới (Innovativeness) và mạo hiểm (Venturing) trong mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.

### **Về phương diện thực tiễn**

Thực trạng cổ phần hóa của Việt Nam có nhiều sự khác biệt so với thế giới, cổ phần hóa nhưng không tư nhân hóa hay nói cách khác cổ phần hóa theo cách của Việt Nam. Cấu trúc chủ sở hữu thay đổi từ một chủ sở hữu duy nhất là nhà nước sang nhiều hình thức sở hữu khác nhau trong doanh nghiệp cổ phần hóa, nhưng nhà nước vẫn nắm giữ cổ phần chi phối và cử người đại diện trong hầu hết các doanh nghiệp. Lý thuyết người đại diện, lý thuyết lựa chọn công và

lý thuyết quyền sở hữu cho rằng sở hữu nhà nước là loại hình sở hữu kém hiệu quả, nhưng thực tiễn tại Việt Nam cho thấy kết quả kinh doanh tại các doanh nghiệp này rất khả quan. Có rất nhiều nghiên cứu về cổ phần hóa và kết quả kinh doanh trên thế giới cũng như tại Việt Nam. Tuy nhiên, hầu hết đều đánh giá kết quả kinh doanh theo phương pháp đo lường khách quan (Objective performance) dựa trên nguồn dữ liệu tài chính thứ cấp từ các báo cáo tài chính, giới hạn trong phân tích các chỉ số tài chính nên chưa lý giải được sự khác biệt giữa thực tiễn và lý thuyết khi đánh giá kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa Việt Nam trong thời gian qua. Với cách tiếp cận theo phương pháp đo lường mức độ cảm nhận từ nguồn dữ liệu sơ cấp (Subjective performance), kết quả nghiên cứu của luận án đã giải thích được nguyên nhân của sự khác biệt trên.

Từ kết quả của nghiên cứu, một số hàm ý chính sách được đề xuất nhằm giúp cho các nhà hoạch định chính sách, các cơ quan chức năng hay lãnh đạo các doanh nghiệp cải tiến chương trình cổ phần hóa trong các giai đoạn tiếp theo. Các kết quả của nghiên cứu cũng góp phần làm cơ sở cho các nghiên cứu tiếp theo trong lĩnh vực đánh giá kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.

### **1.7. Cấu trúc luận án**

Luận án được trình bày theo cấu trúc năm chương, cụ thể như sau:

#### **Chương 1: Tổng quan về nghiên cứu**

Nội dung của chương một là giới thiệu tổng quan về lý do hình thành đề tài, cụ thể là tư nhân hóa trên thế giới và cổ phần hóa tại Việt Nam cũng như tình hình nghiên cứu trên thế giới và trong nước liên quan đến đề tài. Tiếp theo, là giới thiệu tóm tắt quá trình cổ phần hóa tại Việt Nam. Sau cùng, là xác định mục tiêu nghiên cứu, đối tượng, phạm vi nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, đóng góp của nghiên cứu về mặt lý thuyết, thực tiễn và cấu trúc của luận án.

## **Chương 2: Cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu**

Nội dung của chương hai là tổng quan về cơ sở lý thuyết làm nền tảng cho việc thực hiện nghiên cứu, bao gồm khái niệm tư nhân hóa ở các nước trên thế giới và khái niệm cổ phần hóa tại Việt Nam, bản chất của tư nhân hóa trên thế giới và cổ phần hóa tại Việt Nam, lý thuyết người đại diện, lý thuyết quyền sở hữu, lý thuyết lựa chọn công, lý thuyết hội nhập, các khái niệm nghiên cứu và giới thiệu mô hình lý thuyết biểu diễn mối quan hệ giữa các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.

## **Chương 3: Phương pháp nghiên cứu**

Nội dung của chương ba là trình bày phương pháp nghiên cứu, trong đó mô tả cách thức phỏng vấn định tính, điều chỉnh thang đo, thiết kế bảng câu hỏi, quá trình phỏng vấn định tính, khảo sát định lượng sơ bộ, kỹ thuật phân tích dữ liệu và kết quả điều tra sơ bộ để đánh giá thang đo.

## **Chương 4: Phân tích kết quả và kiểm định mô hình nghiên cứu**

Nội dung của chương bốn là thiết kế chương trình nghiên cứu chính thức, xây dựng và kiểm định mối quan hệ giữa các khái niệm nghiên cứu. Trình bày kết quả nghiên cứu định lượng chính thức với việc mô tả mẫu, phân tích hệ số Cronbach's alpha, phân tích nhân tố khám phá (EFA), phân tích nhân tố khẳng định (CFA), phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính (SEM), kiểm định ước lượng mô hình lý thuyết bằng bootstrap, phân tích cấu trúc đa nhóm, kiểm định biến trung gian, sau cùng là thảo luận kết quả nghiên cứu.

## **Chương 5: Kết luận và hàm ý quản trị**

Nội dung của chương năm là kết luận về kết quả xây dựng và kiểm định mô hình lý thuyết, từ đó đề xuất những hàm ý chính sách cho các nhà hoạch định chính sách của nhà nước và lãnh đạo các doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp cổ phần hóa trong chương trình cổ phần hóa. Cuối cùng, là những hạn chế của nghiên cứu và những định hướng nghiên cứu tiếp theo.

## **CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU**

### **Giới thiệu**

Chương hai sẽ làm rõ khái niệm tư nhân hóa, cổ phần hóa, bản chất của tư nhân hóa trên thế giới và cổ phần hóa tại Việt Nam, trình bày tổng quan về cơ sở lý thuyết cổ phần hóa, lý thuyết hội nhập kinh tế, các khái niệm nghiên cứu, mối quan hệ giữa các khái niệm nghiên cứu và đề xuất mô hình nghiên cứu.

### **2.1. Khái niệm tư nhân hóa và cổ phần hóa**

#### **2.1.1. Khái niệm tư nhân hóa (Privatization)**

Tư nhân hóa là hiện tượng toàn cầu và có nhiều cách hiểu khác nhau (Farazmand, 2001; Henig et al., 1988). Theo nghĩa rộng, tư nhân hóa là chuyển giao những hoạt động hay chức năng từ nhà nước sang tư nhân, đặc biệt là trong lĩnh vực sản xuất hàng hóa và dịch vụ (Starr, 1988). Theo cách hiểu đơn giản và ngắn gọn nhất là khái niệm tư nhân hóa của Hashemi & Abolghassem (1993), định hướng thị trường là định nghĩa toàn diện nhất để diễn tả tư nhân hóa.

Bessley & Littlechild (1983) định nghĩa tư nhân hóa là công cụ để cải thiện hoạt động kinh tế thông qua việc mở rộng quy mô thị trường bằng cách bán hơn 50% phần vốn của doanh nghiệp nhà nước cho khu vực tư nhân. Kay & Thompson (1986), tư nhân hóa là phương pháp làm thay đổi bản chất mối quan hệ giữa khu vực công và khu vực tư nhân, tư nhân hóa sẽ thiết lập một thị trường tự do và thúc đẩy cạnh tranh. Bailey (1986), tư nhân hóa có thể hiểu như là sự nỗ lực để giải phóng sự kém hiệu quả trong hoạt động kinh doanh ở khu vực công, bằng việc đẩy chúng đến sự năng động của khu vực tư. Chương trình phát triển của Liên Hiệp Quốc - UNPD (1995) cho rằng tư nhân hóa là phương thức để từng bước tiến đến nền kinh tế thị trường thông qua việc định hình lại cơ cấu tổ chức cho phù hợp với kinh tế thị trường như xác định lại rõ ràng quyền sở hữu, điều chỉnh các quy định của pháp luật, hình thành các tổ chức tài chính... để phát triển khu vực kinh tế tư nhân và cuối cùng đó là tư nhân hóa các định chế công

của chính phủ. Rondinelli & Iacano (1996) mô tả khái niệm tư nhân hóa theo nghĩa hẹp và nghĩa rộng, theo nghĩa hẹp, tư nhân hóa là bán tài sản công cho nhà đầu tư tư nhân. Theo nghĩa rộng, tư nhân hóa bao gồm những chính sách khuyến khích lĩnh vực tư nhân tham gia vào dịch vụ công và cơ sở hạ tầng của nhà nước, qua đó loại bỏ hay giảm bớt sự độc quyền của doanh nghiệp nhà nước.

Bennett (1999), tư nhân hóa là việc tái bố trí tài sản bằng cách chuyển giao quyền quản lý hoặc quyền kiểm soát tài sản từ nhà nước sang tư nhân, và cho phép tư nhân mở rộng lĩnh vực hoạt động. Cunha & Cooper (1998), tư nhân hóa liên quan đến việc chuyển giao tài sản và hoạt động kinh doanh từ lĩnh vực công sang lĩnh vực tư nhân. Nellis (1999), tư nhân hóa là chuyển quyền sở hữu theo cách phần lớn cổ phần hay vốn từ sở hữu công sang lĩnh vực tư nhân. Hodge & Graeme (2000), tư nhân hóa được hiểu là những hoạt động nhằm làm tăng quyền lợi của tư nhân về sở hữu tài sản. Shaker et al. (2000), tư nhân hóa được xem như là chiến lược thúc đẩy hệ thống thị trường tự do bằng cách thay đổi chủ sở hữu nhà nước và thay đổi hệ thống quản trị doanh nghiệp. Ramamurti (2000), tư nhân hóa có thể được hiểu theo nghĩa rộng và nghĩa hẹp, theo nghĩa rộng, tư nhân hóa là bất kỳ những hoạt động nào làm tăng quyền của tư nhân, là nỗ lực của chính phủ để thị trường có vai trò quyết định và nhà nước can thiệp vào thị trường với tư cách nhà quản lý; theo nghĩa hẹp, tư nhân hóa là bất kỳ những hoạt động liên quan đến việc chuyển đổi toàn bộ hay một phần sở hữu hoặc quyền kiểm soát từ doanh nghiệp nhà nước sang lĩnh vực tư nhân. Meggison & Netter (2001), tư nhân hóa là việc bán tài sản của chính phủ hay các doanh nghiệp nhà nước cho các công ty tư nhân. Bortolotti et al (2003), tư nhân hóa là làm giảm vai trò của nhà nước, tăng vai trò của lĩnh vực tư nhân trong các hoạt động dịch vụ công và sở hữu tài sản, giảm sự can thiệp của nhà nước ngay lập tức trong lĩnh vực sản xuất, phân phối hàng hóa và dịch vụ. Perrot (2006), tư nhân hóa là sự chuyển giao quyền sở hữu hợp pháp từ lĩnh vực công sang lĩnh vực tư, tư nhân hóa cũng bao gồm việc chấp nhận mô hình quản lý theo quy luật thị trường.

Tuy nhiên, định nghĩa ngắn gọn, dễ tiếp cận, phổ biến và được chấp nhận rộng rãi là theo quan điểm của WB và IMF (Zhibin, 2004), tư nhân hóa là chuyển quyền sở hữu hay quyền kiểm soát doanh nghiệp nhà nước từ chính phủ sang khu vực tư nhân.

Sau đây là tổng hợp một số khái niệm tư nhân hóa:

**Bảng 2.1: Các khái niệm tư nhân hóa**

STT	Tác giả	Định nghĩa
1	Bessley & Littlechild, 1983.	Tư nhân hóa nói chung là một công cụ được sử dụng để cải thiện hoạt động kinh tế thông qua việc bán ít nhất 50% cổ phần của nhà nước cho khu vực tư nhân.
2	Kay & Thompson, 1986.	Tư nhân hóa là một công cụ thích hợp nhằm thay đổi bản chất mối quan hệ giữa khu vực công và khu vực tư.
3	Bailey, 1986.	Tư nhân hóa có thể hiểu như là sự nỗ lực để giải phóng sự kém hiệu quả trong hoạt động kinh doanh ở khu vực công, bằng việc đẩy chúng đến sự năng động của khu vực tư.
5	Hashemi & Abolghassem, 1993.	Định hướng thị trường là định nghĩa toàn diện nhất để diễn tả tư nhân hóa.
6	Rondinelli & Iacano, 1996.	Theo nghĩa hẹp, tư nhân hóa là bán tài sản công cho nhà đầu tư tư nhân. Theo nghĩa rộng, tư nhân hóa bao gồm những chính sách khuyến khích lĩnh vực tư nhân tham gia vào dịch vụ công và cơ sở hạ tầng, qua đó loại bỏ hay giảm bớt sự độc quyền của doanh nghiệp nhà nước.

STT	Tác giả	Định nghĩa
7	Bennett, 1997.	Tur nhân hóa là việc tái bố trí tài sản bằng cách chuyển quyền quản lý hoặc quyền kiểm soát tài sản từ nhà nước sang tư nhân, và cho phép tư nhân mở rộng lĩnh vực hoạt động.
8	Cunha & Cooper, 1998.	Tur nhân hóa liên quan đến việc chuyển giao tài sản và hoạt động kinh doanh từ lĩnh vực công sang lĩnh vực tư nhân.
9	Nellis, 1999.	Tur nhân hóa là chuyển quyền sở hữu theo cách phần lớn cổ phần hay vốn từ sở hữu công sang lĩnh vực tư nhân.
10	Hodge & Graeme, 2000.	Tur nhân hóa được hiểu là những hoạt động nhằm làm tăng quyền lợi của tư nhân về sở hữu tài sản.
11	Shaker et al., 2000.	Tur nhân hóa được xem như là chiến lược thúc đẩy hệ thống thị trường tự do bằng cách thay đổi chủ sở hữu nhà nước và thay đổi hệ thống quản trị doanh nghiệp.
12	Ramamurti, 2000.	Tur nhân hóa có thể được hiểu theo nghĩa rộng và nghĩa hẹp. Theo nghĩa rộng, tur nhân hóa là bất kỳ những hoạt động xảy ra nào làm tăng quyền của tư nhân. Theo nghĩa hẹp, tur nhân hóa là bất kỳ những hoạt động liên quan đến việc chuyển đổi toàn bộ hay một phần sở hữu hoặc quyền kiểm soát doanh nghiệp nhà nước sang lĩnh vực tư nhân.

STT	Tác giả	Định nghĩa
13	Meggison & Netter, 2001.	Tư nhân hóa là việc bán tài sản của chính phủ hay các doanh nghiệp nhà nước cho các công ty tư nhân.
14	Bortolotti et al, 2003.	Tư nhân hóa làm giảm vai trò của nhà nước, tăng vai trò của lĩnh vực tư nhân trong các hoạt động dịch vụ công và sở hữu tài sản, giảm sự can thiệp của nhà nước ngay lập tức trong lĩnh vực sản xuất, phân phối hàng hóa và dịch vụ.
15	Perrot, 2006.	Tư nhân hóa là sự chuyển giao quyền sở hữu hợp pháp từ lĩnh vực công sang lĩnh vực tư. Tư nhân hóa cũng bao gồm việc chấp nhận mô hình quản lý theo quy luật thị trường.

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

### 2.1.2. Khái niệm cổ phần hóa (Equitization)

Tư nhân hóa là hiện tượng trên toàn cầu, là xu hướng không thể tránh khỏi trong nhiều thập niên qua của nhiều nền kinh tế trên thế giới (Yuliya, 2011) và Việt Nam cũng không ngoại lệ khi nhà nước đã và đang chuyển đổi từ nền kinh tế kế hoạch tập trung sang nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa có sự quản lý của nhà nước từ Đại hội Đảng lần thứ 6 năm 1986. Tuy nhiên, do sự vận dụng sáng tạo phương pháp làm riêng biệt theo cách của Việt Nam nên từ cổ phần hóa được sử dụng phù hợp hơn. Hay nói cách khác, tư nhân hóa là cách gọi của thế giới, còn cổ phần hóa là cách gọi riêng của Việt Nam.

Nhiều công trình nghiên cứu về cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam có định nghĩa về cổ phần hóa (Bảng 2.2) và thường đề cập đến việc chuyển đổi doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần (Mai Hữu Thực, 1993; Đỗ Bình Trọng, 1998; Tran et al. 2006; Nguyen & Do, 2007; Nguyen, 2010; Vo, 2012; Vo et al., 2013). Tuy nhiên, cách hiểu chính thức về khái niệm cổ phần hóa



tại Việt Nam là theo nghị định 64/2002/NĐ-CP ngày 19/6/2002, theo đó cổ phần hóa là chuyển doanh nghiệp nhà nước hoạt động theo hình thức của công ty cổ phần, trong đó nhà nước sẽ giữ lại một tỷ lệ vốn nhất định tùy thuộc vào đặc điểm của từng ngành nghề và giai đoạn cổ phần hóa cụ thể mà nhà nước sẽ điều chỉnh tỷ lệ vốn này cho phù hợp.

Sau đây là tổng hợp một số khái niệm cổ phần hóa:

**Bảng 2.2: Các khái niệm cổ phần hóa**

STT	Tác giả	Định nghĩa
1	Mai Hữu Thực, 1993.	Cổ phần hóa là quá trình chuyển đổi doanh nghiệp nhà nước từ chỗ chỉ có một chủ sở hữu thành công ty cổ phần, tức là doanh nghiệp có nhiều chủ sở hữu.
2	Đỗ Bình Trọng, 1998.	Cổ phần hóa là chuyển đổi doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần, theo cách đơn vị kinh tế phi chính phủ được phép mua một phần hoặc toàn bộ vốn của doanh nghiệp nhà nước.
3	Tran et al., 2006.	Cổ phần hóa là công cụ cải cách doanh nghiệp nhà nước độc nhất của Việt Nam, dùng để chuyển quyền sở hữu của doanh nghiệp nhà nước sang khu vực tư nhân.
4	Nguyen & Do, 2007.	Cổ phần hóa là quá trình tư nhân hóa các doanh nghiệp nhà nước nhưng theo cách làm riêng của Việt Nam.
5	Nguyen, 2010.	Cổ phần hóa là chuyển đổi một phần hoặc toàn bộ sở hữu nhà nước của doanh nghiệp nhà nước sang khu vực tư nhân.
6	Vo, 2012; Vo et al., 2013.	Cổ phần hóa là hình thức tư nhân hóa trong quá trình cải cách kinh tế của Việt Nam.

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

### **2.1.3 Bản chất của tư nhân hóa (Privatization) và cổ phần hóa (Equitization)**

Về cơ bản, có thể thấy tư nhân hóa trên thế giới hay cổ phần hóa ở Việt Nam đều là quá trình chuyển giao quyền sở hữu hay quyền quản lý từ khu vực công sang khu vực tư thông qua việc bán tài sản của doanh nghiệp nhà nước. Đồng thời, giúp bảo vệ bình đẳng xã hội, với mục tiêu cuối cùng là nhằm tạo ra một hệ thống dân chủ về quyền sở hữu tài sản chung của đất nước.

Cổ phần hóa tại Việt Nam xuất phát từ việc theo đuổi mô hình hỗn hợp giữa kinh tế thị trường và định hướng xã hội chủ nghĩa (Vũ Thành Tụ Anh, 2005), duy trì vai trò chủ đạo của thành phần kinh tế nhà nước. Tình trạng lưỡng nan này đã được thể hiện rất rõ trong chương trình cổ phần hóa trong thời gian qua, phương pháp cổ phần hóa đã thể hiện ý định của nhà nước trong việc duy trì quy mô vốn nhà nước và mức độ can thiệp của nhà nước vào các doanh nghiệp cổ phần hóa. Trong thực tiễn đã có nhiều doanh nghiệp nhà nước không thiết yếu đã được cổ phần hóa hoàn toàn theo hình thức cổ phần hóa thứ ba trong nghị định 64/2002/NĐ-CP ngày 19/6/2002, là bán toàn bộ phần vốn nhà nước hiện có tại một số doanh nghiệp và hiện nay chính phủ đã có xu hướng tiếp tục thoái vốn nhà nước tại các Tổng công ty, tập đoàn kinh tế lớn đã cổ phần hóa.

Tại Việt Nam, phương pháp cổ phần hóa với đặc trưng là thoái vốn nhà nước trong doanh nghiệp theo cách làm chậm, có chọn lọc, vừa làm vừa rút kinh nghiệm để tránh thất thoát tài sản của nhà nước ở mức thấp nhất, vốn nhà nước với mức độ chi phối từ nhỏ, trung bình cho đến chi phối tuyệt đối tùy thuộc từng lĩnh vực, từng trường hợp và mục đích của nhà nước. Trong giai đoạn đầu của cổ phần hóa, chính phủ thường giữ lại phần vốn nhà nước rất lớn, sau đó, nhà nước sẽ tiếp tục thoái vốn theo lộ trình, có chọn lọc cho phù hợp với môi trường đặc trưng riêng biệt của Việt Nam và quy định của Hiệp pháp (2013) về vai trò chủ đạo của thành phần kinh tế nhà nước trong nền kinh tế quốc dân. Vì vậy, sử dụng thuật ngữ cổ phần hóa tại Việt Nam phù hợp hơn thuật ngữ tư nhân hóa.

Theo tác giả, cổ phần hóa tại VN trong giai đoạn hiện này là bán phần vốn nhà nước với một tỷ lệ theo lộ trình thoái vốn có chủ ý của nhà nước cho lãnh đạo, nhân viên trong nội bộ tổ chức có tính đến thâm niên công tác, kết hợp với bán cổ phần với giá công khai thông qua đấu giá cho các đối tượng khác là cá nhân, tổ chức trong và ngoài nước. Hay nói cách khác, cổ phần hóa trong giai đoạn hiện này được hiểu ngắn gọn là nhà nước và nhân dân cùng làm kinh tế.

## **2.2. Lý thuyết cổ phần hóa (Privatization theory)**

### **2.2.1. Lý thuyết người đại diện (Agency theory)**

Lý thuyết người đại diện (Jensen & Merkling, 1976) phản ánh những mối quan hệ, mục tiêu, xung đột giữa người chủ sở hữu (Principal) và người đại diện (Agent), còn gọi là vấn đề chủ sở hữu và người đại diện (Principal – Agent Problem), do có sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền điều hành trong doanh nghiệp. Hiểu một cách chung nhất, chủ sở hữu (Principal) còn được gọi là người ủy quyền là người chủ sở hữu các nguồn lực, người đại diện (Agent) còn được gọi là người được ủy quyền từ chủ sở hữu nguồn lực, được chủ sở hữu nguồn lực trao một số quyền nhất định nhằm phục vụ lợi ích của người chủ sở hữu.

Lý thuyết người đại diện xuất hiện trong bối cảnh việc quản trị kinh doanh gắn liền với những nghiên cứu về hành vi của người chủ và người làm thuê thông qua các hợp đồng. Lý thuyết người đại diện xuất phát từ sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền điều hành, nó càng trở nên phổ biến khi các công ty ngày càng lớn mạnh, mở rộng về quy mô, chủ sở hữu không thể tham gia điều hành công ty mà họ có xu hướng thuê người để điều hành công ty. Lý thuyết người đại diện được xây dựng từ góc độ kinh tế học, dựa trên giả định rằng hành vi của con người là có tính tư lợi. Vấn đề cần giải quyết là làm thế nào để nhà quản lý hành động vì lợi ích của mình mà vẫn gia tăng được sự giàu có cho cổ đông.

Theo Jensen & Merkling (1976), lý thuyết người đại diện nghiên cứu mối quan hệ giữa bên ủy quyền (Principal) và bên được ủy quyền (Agent), khi có sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền điều hành, vấn đề chủ sở hữu và người đại

diện (Principal –Agent Problem) là vấn đề mà lý thuyết người đại diện nghiên cứu chỉ xuất hiện khi lợi ích của người chủ sở hữu và người đại diện mâu thuẫn với nhau. Sự tồn tại của thông tin bất cân xứng (asymmetric information) dẫn tới những hành vi cơ hội của người đại diện. Hành vi cơ hội xuất hiện trước khi ký hợp đồng khi người chủ sở hữu không có thông tin đầy đủ về người đại diện được gọi là rủi ro sự lựa chọn ngược (adverse selection). Hành vi cơ hội xuất hiện sau khi ký hợp đồng khi người đại diện không tuân thủ những điều khoản của hợp đồng được gọi là rủi ro đạo đức (moral hazard selection). Sự không đối xứng về thông tin giữa chủ sở hữu và người đại diện dẫn đến chi phí kiểm tra, giám sát gọi là chi phí người đại diện (agent cost).

Lý thuyết người đại diện được nghiên cứu theo hai nhánh, nghiên cứu thực chứng (Positive agency theory) và nghiên cứu chuẩn tắc (Principal – agent research), cả hai nhánh đều có mục tiêu nghiên cứu và giả định như nhau, mục tiêu là làm thế nào để người đại diện hành động, làm việc vì lợi ích nhiều nhất cho người chủ, trên cơ sở giả định bản chất con người là có tính tư lợi (Eisenhardt, 1989). Nghiên cứu thực chứng đưa ra những kết luận dựa trên điều tra khảo sát doanh nghiệp, nghiên cứu chuẩn tắc đưa ra kết luận dựa trên mô hình nghiên cứu. Tuy nhiên, các nghiên cứu chuẩn tắc thường vận dụng mô hình và các thuật toán toán học cho việc giải thích các hiện tượng nên gây khó khăn cho các nhà quản lý khi vận dụng vào thực tiễn (Trần Việt Lâm, 2103).

Nghiên cứu thực chứng của lý thuyết người đại diện đưa ra kết luận hành vi của người quản lý vì lợi ích của người chủ nhiều hơn khi mà hợp đồng ủy quyền giữa người chủ và người quản lý là dựa trên kết quả làm việc và người chủ sở hữu có hệ thống thông tin kiểm tra, giám sát có khả năng ngăn ngừa hành vi cơ hội của người quản lý. Nghiên cứu chuẩn tắc của lý thuyết người đại diện đưa ra kết luận rằng hệ thống thông tin kiểm tra, giám sát người đại diện phù hợp với hợp đồng ủy quyền dựa trên sự ngăn ngừa hành vi tư lợi và không phù hợp với hợp đồng ủy quyền dựa trên kết quả làm việc; sự né tránh rủi ro của người quản lý tăng lên với hợp đồng ủy quyền dựa trên sự ngăn ngừa hành vi tư lợi và giảm

đi với hợp đồng ủy quyền dựa trên kết quả; sự mâu thuẫn về mục tiêu giảm đi với hợp đồng ủy quyền dựa trên sự ngăn ngừa hành vi tư lợi và tăng lên với hợp đồng ủy quyền dựa trên kết quả (Eisenhardt, 1989).

Người quản lý thường có ưu thế hơn người chủ sở hữu chủ sở hữu về thông tin nên dễ có hành động tư lợi cho cá nhân của họ chứ không phải hành động vì lợi ích của người chủ công ty. Lý thuyết người đại diện nêu ra vấn đề chính là làm thế nào để người đại diện làm việc vì lợi ích nhiều nhất cho người chủ trong điều kiện thông tin không hoàn hảo. Muốn đạt được điều này người chủ sở hữu nguồn lực phải tốn chi phí cho việc kiểm tra, giám sát và tạo ra những cơ chế động viên nhà quản lý theo đuổi tối đa hóa lợi ích của người chủ sở hữu chứ không phải vì lợi ích của cá nhân người quản lý, chi phí cho việc này được gọi là chi phí người đại diện (Eisenhardt, 1989).

Nhằm giải quyết mối quan hệ giữa người chủ và người đại diện, lý thuyết người đại diện đề xuất rằng chính phủ nên có những quy định rõ ràng để bảo vệ một cách thích đáng cho các lợi ích công cộng và ngăn ngừa hành vi cơ hội (Min, 2013). Lý thuyết người đại diện giả định rằng các cá nhân luôn có tính tư lợi (Eisenhardt, 1989) nên một quốc gia cần phải có những cơ chế kiểm soát, giám sát chắc chắn và hiệu quả nhằm ngăn ngừa các hành vi cơ hội. Về cơ bản, các chính phủ có thể quản lý vấn đề giữa người chủ và người đại diện thông qua những cơ chế kiểm soát hiệu quả như những quy định của pháp luật, các hệ thống kiểm toán nội bộ và hệ thống giám sát từ bên ngoài.

### **2.2.2. Lý thuyết quyền sở hữu (Property rights theory)**

Aristoteles (384-322 TCN) nhà triết học cổ đại phương Tây, có thể được xem là người đầu tiên đặt nền móng cho vấn đề quyền sở hữu tài sản tư nhân. Aristoteles chỉ trích sự tồn tại của sở hữu tập thể và đề cao sở hữu tư nhân, ông cho rằng lợi nhuận có thể là một mục tiêu sai trái của sở hữu tư nhân, nhưng nếu sở hữu tư nhân và luật pháp của nhà nước tồn tại thì cuộc sống của người dân sẽ yên tĩnh và thanh bình (Tafazzoli & Freydoon, 1993).

Khi đề cập đến vấn đề quyền sở hữu tài sản và tư nhân hóa, một ý kiến từ rất lâu được nhắc đến là của nhà kinh tế học Adam Smith từ năm 1776 trong tác phẩm nguồn gốc của cải của các quốc gia (*Causes of the Wealth of Nations*). Adam Smith cho rằng khi đất của nhà vua trở thành tài sản của dân chúng, trong một vài năm, mảnh đất đó sẽ được cải tạo và canh tác tốt hơn, nhà vua sẽ thu được lợi tức từ việc đánh thuế của người trồng trọt. Quan điểm của nhà triết học Aristoteles và nhà kinh tế học vĩ đại Adam Smith được xem như là một ý tưởng xuất hiện sớm nhất nói về lợi ích của tư nhân hóa trong nền kinh tế.

Lý thuyết quyền sở hữu (*Property rights theory*) hay còn gọi là lý thuyết chủ sở hữu (*theory of ownership*) được khởi xướng đầu tiên bởi Coase (1960), sau đó nhiều nhà nghiên cứu tiếp tục nghiên cứu và thảo luận, trong đó nổi bật nhất là Furubotn & Pejovich, (1972) và Alchian & Demsetz (1973). Lý thuyết quyền sở hữu cho rằng sự khác nhau về hình thức sở hữu sẽ ảnh hưởng đến động lực và hành vi kinh tế của chủ sở hữu. Hình thức sở hữu tư sẽ cải thiện được mối quan hệ giữa động lực, lợi ích, hành vi của chủ sở hữu, nhà quản lý và nhân viên. Trong khi đó, sự thiếu rõ ràng, mơ hồ, không nhất quán trong sở hữu công sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến động lực của nhà quản lý, tác động tiêu cực đến các quyết định quan trọng và việc xử lý những hậu quả của những quyết định do tình trạng sở hữu chung đem lại (Alchian & Demsetz, 1973).

### **2.2.3. Lý thuyết lựa chọn công (Public choice theory)**

Lý thuyết lựa chọn công được khởi xướng bởi Buchanan (1978), sau đó nhiều nhà nghiên cứu tiếp tục nghiên cứu và thảo luận, điển hình là Ott & Hartley (1993) và Gubin et al., (1999), lý thuyết lựa chọn công cho rằng kết quả kinh doanh của chủ sở hữu công sẽ không tốt do ảnh hưởng bởi mục tiêu chính trị, lợi ích chính trị cá nhân của các nhà làm chính trị. Gubin et al., (1999) cho rằng lý thuyết này cũng áp dụng được cho các quốc gia đang chuyển đổi kinh tế.

Lý thuyết lựa chọn công có sự tương đồng với lý thuyết người đại diện, trong đó, mối quan hệ giữa người dân và chính phủ được xem như là mối quan

hệ giữa chủ sở hữu (Principal) và người đại diện (Agent), người dân là chủ sở hữu các nguồn lực, chính phủ là đại diện để tối đa hóa các nguồn lực, đem lại lợi ích cao nhất cho người dân. Tuy nhiên, Ott & Hartley (1993) cho rằng trong môi trường làm việc công, quyền lực và lợi ích nhóm thường cao hơn lợi ích của công chúng, các nhà chính trị luôn tối đa hóa lợi ích cá nhân của họ, can thiệp chính trị vào nền kinh tế. Vì vậy, sở hữu công sẽ không bao giờ khắc phục được sự thất bại của thị trường, làm biến dạng nền kinh tế. Trong khi đó, sở hữu tư nhân sẽ làm giảm sự can thiệp về chính trị, tạo ra thị trường cạnh tranh, năng động hơn.

#### **2.2.4. Lý thuyết người đại diện, lý thuyết quyền sở hữu, lý thuyết lựa chọn công và cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước.**

##### **Chủ sở hữu (Principal) và người đại diện (Agent) trong doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt Nam**

Vấn đề chủ sở hữu và người đại diện đã được quan tâm và nghiên cứu từ rất lâu tại nước ngoài, nhất là tại các nước phát triển nhưng tại Việt Nam chỉ được quan tâm từ thời điểm khởi xướng công cuộc đổi mới vào năm 1986 (Nguyễn Ngọc Thanh, 2011), khi quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước đã tạo ra xu hướng tách biệt giữa chủ sở hữu và người đại diện ngày càng rõ hơn.

Trong công ty cổ phần, chủ sở hữu là chủ các nguồn lực, họ chính là các cổ đông (Principal), hội đồng quản trị (HĐQT) thường bao gồm các cổ đông lớn nắm giữ cổ phiếu của công ty, HĐQT là đại diện trực tiếp quyền sở hữu cho các cổ đông. Ban giám đốc là người đại diện (Agent), tức là người được ủy quyền (được thuê) theo luật định, được trao một số quyền nhất định để điều hành DN nhằm đem lại tối đa lợi nhuận cho các cổ đông (Nguyễn Ngọc Thanh, 2011).

Tuy nhiên, trong doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt Nam, vấn đề chủ sở hữu (Principal) và người đại diện (Agent) có sự khác biệt và phức tạp hơn nhiều so với công ty cổ phần thông thường và cũng như ở các nước khác. Trước hết, phải khẳng định rằng sở hữu của các doanh nghiệp nhà nước và phần vốn nhà nước tại các doanh nghiệp cổ phần hóa là sở hữu toàn dân, nhưng người dân chỉ

có thể thực hiện chức năng sở hữu của mình thông qua một tổ chức và tổ chức này sẽ lựa chọn người đại diện chủ sở hữu tại doanh nghiệp.

Thông tư số 21/2014/TT -BTC ngày 14/2/2014 của Bộ Tài chính và nghị định 106/2015/NĐ-CP ngày 23/10/2015 của Chính phủ, có quy định chi tiết về chủ sở hữu (Principal) và người đại diện (Agent) phần vốn nhà nước trong doanh nghiệp cổ phần hóa. Theo đó, Bộ, cơ quan ngang Bộ, UBND tỉnh, Thành phố trực thuộc Trung ương là chủ sở hữu. Chủ tịch, thành viên hội đồng quản trị, ban tổng giám đốc hoặc người đại diện là cán bộ, công chức được chỉ định làm người đại diện kiêm nhiệm tại doanh nghiệp là những người đại diện.

Như vậy, có thể thấy chủ sở hữu (Principal) và người đại diện (Agent) trong doanh nghiệp cổ phần hóa phức tạp hơn nhiều so với doanh nghiệp cổ phần thông thường. Người đại diện (Agent) trong doanh nghiệp cổ phần hóa là những người có chức danh là ban tổng giám đốc/giám đốc như doanh nghiệp cổ phần. Chủ sở hữu (Principal) trong doanh nghiệp cổ phần hóa bao gồm hai thành phần: Chủ sở hữu (Principal) như doanh nghiệp cổ phần thông thường với hội đồng quản trị đại diện cho chủ sở hữu đích thực là các cổ đông ngoài nhà nước, và chủ sở hữu (Principal) là người đại diện vốn nhà nước đại diện cho chủ sở hữu không đích thực hay còn gọi là đại diện của đại diện chủ sở hữu là Bộ, cơ quan ngang Bộ, UBND tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương do nhà nước phân công.

Người đại diện là cán bộ, công chức thuộc cơ quan hành chính nhà nước (Bộ, Ủy ban nhân dân tỉnh) được cử hoặc chỉ định làm người đại diện kiêm nhiệm tại doanh nghiệp, người đại diện đồng thời nắm giữ các chức vụ quan trọng trong bộ máy của nhà nước sẽ không tránh khỏi sự nghi ngờ cạnh tranh không lành mạnh giữa giữa các doanh nghiệp. Đồng thời, dẫn đến thực trạng là những người đại diện này không có cổ phần, không phải là chủ sở hữu thật sự hay không sở hữu cổ phần chi phối nhưng lại là chủ tịch HĐQT hay thành viên hội đồng quản trị, tổng giám đốc, phó tổng giám đốc trong doanh nghiệp cổ phần hóa. Vì vậy, trong thực tế, vẫn xảy ra tình trạng người đại diện có sự can thiệp



quá sâu vào mọi hoạt động của công ty làm hạn chế tính chủ động sáng tạo trong điều hành hoạt động, ảnh hưởng lớn đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh.

Có thể thấy rằng đại diện chủ sở hữu (Principal) trong doanh nghiệp cổ phần hóa về bản chất họ cũng là người được ủy nhiệm (được thuê, làm công ăn lương công việc đó), nó không khác lắm so với người đại diện (Agent) như ban tổng giám đốc hay giám đốc. Do giống nhau về bản chất nên người đại diện chủ sở hữu (chủ sở hữu không đích thực) và người đại diện (quản lý) có thể kết cấu, thông đồng với nhau (Nguyễn Ngọc Thanh, 2011) để được lợi ích riêng làm ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh chung của doanh nghiệp cổ phần hóa.

Sự tác động của người đại diện có tính chất quyết định hay không tùy thuộc vào số vốn của nhà nước đầu tư vào công ty. Quy định quản lý vốn nhà nước đặt ra nhiều yêu cầu chặt chẽ, đòi hỏi sự can thiệp sâu của cơ quan đại diện chủ sở hữu vốn vào doanh nghiệp. Doanh nghiệp mà nhà nước giữ trên 50% vốn điều lệ, người đại diện vốn nhà nước phải xin ý kiến của chủ sở hữu bằng văn bản để tham gia ý kiến, biểu quyết tại cuộc họp của HĐQT; và tất cả các vấn đề được thảo luận và quyết định tại Đại hội đồng cổ đông của doanh nghiệp, người đại diện vốn đều phải báo cáo và xin ý kiến chủ sở hữu và việc này thường không thể làm nhanh, việc chờ đợi ý kiến của cổ đông nhà nước có thể làm chậm việc ra quyết định và mất đi cơ hội đầu tư của doanh nghiệp. Như vậy, mối quan hệ chủ sở hữu (Principal) và người đại diện (Agent) trong doanh nghiệp cổ phần hóa, đặc biệt là doanh nghiệp cổ phần hóa mà vốn nhà nước còn chi phối, thì chủ sở hữu (Principal) có quá nhiều chủ thể, phân tán không tập trung, qua nhiều trung gian, nặng về hành chính, thủ tục, khác biệt và phức tạp hơn nhiều so với doanh nghiệp cổ phần thông thường cũng như ở các nước khác.

### **Quyền sở hữu và lựa chọn công trong cổ phần hóa**

Khi cổ phần hóa, tài sản và quyền kiểm soát của doanh nghiệp nhà nước sẽ được chuyển sang khu vực tư nhân, vốn năng động và có động lực tìm kiếm lợi nhuận hơn. Sự chuyển dịch tài sản và quyền kiểm soát này tất yếu dẫn đến

giảm mức can thiệp chính trị của nhà nước vào lĩnh vực kinh tế. Việc tập trung quyền sở hữu vào các chủ sở hữu tư nhân sẽ dẫn đến kết quả thúc đẩy động lực tìm kiếm lợi nhuận, động lực làm việc của doanh nghiệp hơn so với sự phân tán, mơ hồ của chủ sở hữu trong sở hữu công, đồng thời giảm bớt sự can thiệp chính trị vào kinh tế (Alchian & Demsetz, 1973). Tuy nhiên, cũng có những chỉ trích về sự yếu kém của lý thuyết quyền sở hữu, Furubotn & Pejovich, (1972) cho rằng sở hữu công hay sở hữu tư, loại hình sở hữu nào hiệu quả hơn thì cần xem xét đến tình trạng việc sử dụng loại hình sở hữu vào mục đích gì, khi đó sẽ hạn chế được vấn đề sở hữu mơ hồ, không rõ ràng. Ngoài ra, sự thiếu vắng các định chế giám sát, đặc biệt là giám sát trên thị trường tài chính ở các nước kém phát triển sẽ làm tăng chi phí khi chuyển đổi từ sở hữu công sang khu vực tư nhân.

### **2.3. Lý thuyết hội nhập**

Những lý luận cổ điển về hội nhập được phát triển bởi những nhà kinh tế có tư tưởng tự do thương mại chủ yếu giải thích cho sự hội nhập của Liên minh Châu Âu (Laursen, 2008), là khu vực hội nhập đầu tiên của thế giới vào những năm 1950 với những lý luận cổ điển trong các công trình tiên phong trong lĩnh vực hội nhập kinh tế, nghiên cứu tác động của việc hình thành những liên minh thuế quan tới sản xuất Viner (1950), tiêu dùng (Meade, 1955), dòng thương mại (Lipsey, 1957) đều nhận định rằng hội nhập kinh tế khu vực kỳ vọng đem lại những hiệu ứng tĩnh (static efficiency) tích cực như tạo thêm thương mại (trade creation), cải thiện phúc lợi và hiệu quả kinh tế của quốc gia. Với những nước thành viên thì hội nhập có thể đem lại phúc lợi kinh tế thuần túy hoặc cũng có thể liên quan chính trị, an ninh, quốc phòng, có thể thấy rằng nếu không hội nhập thì quốc gia sẽ bị cô lập. Lipsey (1957) cho rằng ngay cả trường hợp có hiệu ứng tiêu cực như chệch hướng thương mại thì hội nhập kinh tế vẫn có lợi ích cho thành viên đó, những hiệu ứng phúc lợi mà người tiêu dùng được hưởng xét về mặt cầu có thể bù đắp cho mức độ giảm phúc lợi mà hiệu ứng chệch hướng thương mại gây ra đối với mặt cung khi mức giảm giá trong nước ở một mức độ đủ lớn. Johnson (1965), Cooper & Massel (1965) cho rằng trong môi trường

thương mại tự do toàn cầu, các nước sẽ tái phân bổ nhân tố sản xuất để có được cơ cấu thương mại, sản xuất phù hợp với lợi thế so sánh của mình và quá trình tái phân bổ này sẽ làm tăng hiệu quả kinh tế và dẫn tới tăng phúc lợi kinh tế.

Sau này, những lý luận mới về hội nhập tập trung mở rộng nghiên cứu những hiệu ứng động (dynamic efficiency) của hội nhập (Marinow, 2014), tác động của hiệp định hội nhập khu vực tới điều kiện thương mại (Riezman, 1979); mở rộng đối tượng phân tích từ liên minh thuế quan sang các hiệp định thương mại tự do FTA (Krugman, 1991 & Richardson, 1993) với lợi ích kinh tế nhờ sự mở rộng về quy mô, thúc đẩy cạnh tranh, thúc đẩy đầu tư và chuyển giao công nghệ giữa các quốc gia thành viên (Helpman & Krugman, 1985).

Thực tiễn cho thấy hội nhập không phải là một hiện tượng đơn lẻ của vài quốc gia, mà đã là một xu hướng của toàn cầu hóa (Marinow, 2014), bất kỳ một quá trình liên kết kinh tế song phương hay khu vực đều được kỳ vọng vào lợi ích kinh tế (El – Agra, 1999). Quan điểm chủ đạo của các nghiên cứu về hiệu ứng động (dynamic efficiency) là những FTA có thể đạt được hay không đạt được những hiệu ứng phúc lợi tĩnh tích cực nhưng các FTA này lại có thể tạo ra những hiệu ứng động có giá trị kinh tế như tăng hiệu quả nhờ quy mô kinh tế lớn hơn, thúc đẩy cạnh tranh, thúc đẩy đầu tư, chuyển giao công nghệ và hiệu ứng động phi kinh tế như cam kết cải cách của chính phủ. Từ đó, tạo ra những chuyển dịch cơ cấu kinh tế tích cực mà lợi ích về dài hạn sẽ lớn hơn nhiều những cái giá phải trả cho những hiệu ứng tiêu cực ngắn hạn có thể trong quá trình hội nhập.

## **2.4. Kết quả kinh doanh (Performance)**

### **2.4.1. Định nghĩa kết quả kinh doanh**

Cyert & March, (1992) quan điểm rằng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp là mức độ đạt được mục tiêu của doanh nghiệp, thể hiện bằng lợi nhuận, tăng trưởng thị phần, doanh thu và các mục tiêu chiến lược của doanh nghiệp.

Kaplan & Norton, (1993) cho rằng hiệu quả kinh doanh được xác định hỗn hợp từ các chỉ số tài chính truyền thống thể hiện bằng các con số cụ thể và

các nhân tố phi tài chính như sự hài lòng của khách hàng, nỗ lực học tập và phát triển của nhân viên.

Monica et al., (2007) cho rằng có nhiều khái niệm và cách đo lường về hiệu quả kinh doanh. Định nghĩa hay phương pháp đo lường nào được sử dụng là tùy thuộc vào mục tiêu, ý nghĩa của từng nghiên cứu.

#### **2.4.2. Đo lường kết quả kinh doanh**

Mitchell (2002) & Carlos et al., (2011) đánh giá kết quả kinh doanh trên cơ sở kết hợp các chỉ số tài chính truyền thống (ROE, ROA, ROS), khả năng đáp ứng nguồn tài chính trong ngắn hạn, dài hạn của doanh nghiệp và các nhân tố phi tài chính như mức độ thực hiện sứ mệnh, chiến lược, tầm nhìn. Kaplan & Norton (1993) đo lường kết quả kinh doanh qua các chỉ số tài chính truyền thống (financial perspective) và các nhân tố phi tài chính bao gồm khách hàng (the customer perspective), quy trình kinh doanh (the internal business process perspective), học hỏi và phát triển (the learning & growth perspective). Cyert & March, (1992) cho rằng kết quả kinh doanh thể hiện qua các mục tiêu đạt được của doanh nghiệp như lợi nhuận mong muốn, tốc độ tăng trưởng, phát triển thị trường mới, sản phẩm mới và khả năng chiếm lĩnh thị phần của doanh nghiệp.

Theo Dawes (1999), đo lường kết quả kinh doanh bằng cách sử dụng dữ liệu tài chính thứ cấp dựa trên các chỉ số tài chính với các con số tỷ lệ cụ thể như tốc độ tăng doanh thu và lợi nhuận, gọi tắt là phương pháp đo lường khách quan (Objective performance measure). Đối lập với phương pháp này là phương pháp đo lường kết quả kinh doanh bằng cách sử dụng dữ liệu sơ cấp dựa trên mức độ cảm nhận của người được hỏi về kết quả kinh doanh với các thang đo chỉ mức độ từ rất xấu đến rất tốt hay rất ít đến rất nhiều, gọi tắt là phương pháp đo lường theo mức độ cảm nhận (Subjective performance measure).

Với phương pháp đo lường khách quan, dữ liệu tài chính thứ cấp là những dữ liệu trong quá khứ. Mặc dù thể hiện bên ngoài là những số liệu rõ ràng với những con số cụ thể nhưng có nhược điểm là các nhà quản lý của các công ty đại

chúng có xu hướng làm đẹp số liệu để làm hài lòng cổ đông và công chúng (Kaplan & Norton, 1993). Hơn nữa, việc thu thập dữ liệu tài chính thứ cấp (objective secondary data) bằng các chỉ số tài chính như doanh thu, lợi nhuận, tốc độ tăng trưởng, lợi nhuận trên tổng tài sản, lợi nhuận trên tổng nguồn vốn... với các con số cụ thể thường là một công việc khó. Bởi vì các doanh nghiệp thường không muốn công khai tình hình tài chính thật sự của họ và họ cũng không có động lực để làm việc đó (Dess & Robinson, 1984; Sapienza et al., 1988). Kết quả là các dữ liệu thứ cấp thu thập được khó có thể cung cấp thông tin xác thực để hiểu sâu sắc về tình hình hoạt động của doanh nghiệp (Murphy & Callaway, 2004). Vấn đề sẽ trở nên phức tạp hơn nếu dữ liệu thứ cấp trên được thu thập thông qua cách hỏi trực tiếp đối tượng được hỏi như cách thu thập dữ liệu sơ cấp, bởi tỷ lệ trả lời sẽ rất thấp (Dillman et al., 1993).

Để vượt qua các rắc rối này, các nhà nghiên cứu đề nghị sử dụng phương pháp đo lường theo mức độ cảm nhận như là một phương pháp có thể thay thế cho phương pháp đo lường khách quan (Dess & Robinson, 1984; Gupta & Govindarajan, 1984). Sự tương đương và thích hợp của việc sử dụng cách đo lường theo mức độ cảm nhận được xem như là đối lập với cách đo lường dựa trên các số liệu khách quan đã được nhiều nhà nghiên cứu thảo luận (Murphy & Callaway, 2004). Hai công trình nghiên cứu của Dess & Robinson (1984); Gupta & Govindarajan (1984) được xem là những tác giả ủng hộ mạnh mẽ nhất việc sử dụng phương pháp đo lường theo mức độ cảm nhận để thay thế cho phương pháp đo lường khách quan (Murphy & Callaway, 2004). Mặc dù có nhược điểm là tiềm ẩn sai số trong đo lường (Keh et al., 2007) nhưng Dess & Robinson (1984); Gupta & Govindarajan (1984) cho rằng cho rằng với sự thiếu vắng các dữ liệu thứ cấp bằng các chỉ số tài chính thể hiện khách quan và chính xác tình hình hoạt động của doanh nghiệp, thì có thể đánh giá hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp bằng cách tiếp cận khác qua cách thu thập dữ liệu sơ cấp, bằng phương pháp hỏi trực tiếp về tình hình kinh doanh theo mức độ cảm nhận của doanh nghiệp hoặc có so sánh với các đối thủ cạnh tranh.

Đo lường kết quả kinh doanh có tầm quan trọng rất lớn, đó là điều không cần phải bàn cãi. Tuy nhiên, vấn đề ở chỗ là sự tương đương giữa đo lường kết quả kinh doanh bằng phương pháp đo lường khách quan và phương pháp đo lường theo mức độ cảm nhận (Murphy & Callaway, 2004). Sử dụng hai cách thu thập dữ liệu khác nhau để so sánh cách đo lường kết quả kinh doanh của hai phương pháp này, nhiều nghiên cứu trước đã chỉ ra rằng có mối quan hệ dương giữa hai phương pháp đo lường (Keh et al., 2007).

**Bảng 2.3: Mối quan hệ giữa phương pháp đo lường mức độ cảm nhận và phương pháp đo lường khách quan.**

STT	Tác giả	Mẫu	Hệ số tương quan
1	Dess & Robinson (1984)	26 doanh nghiệp công nghiệp tại Hoa Kỳ.	R = 0,48 đến 0,61.
2	Pearce et al., (1987)	97 doanh nghiệp công nghiệp tại Hoa Kỳ.	R= 0,74 đến 0,77.
3	Covin et al., (1994)	91 doanh nghiệp công nghiệp tại Hoa Kỳ.	R= 0,44 (chỉ một biến được sử dụng là tốc độ tăng trưởng doanh thu).
4	Hart & Banbury (1994)	720 doanh nghiệp Hoa kỳ thuộc nhiều lĩnh vực khác nhau.	R= 0,44 đến 0,55 cho chung toàn bộ, khi phân ngành thì R= 0,99.
5	Dawes (1999).	180 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Úc.	R = 0,48 đến 0,51.

Nguồn: Dawes, 1999

Liên quan trực tiếp đến mối quan hệ giữa cổ phần hóa và kết quả kinh doanh, Antoncic & Hisrich (2003) nghiên cứu về mối quan hệ giữa cổ phần hóa, tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kết quả kinh doanh; Keh et al. (2007) nghiên cứu ảnh hưởng của tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kết quả kinh doanh đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ, đã sử dụng cách đo lường kết quả kinh doanh theo phương pháp mức độ cảm nhận bằng thang đo Likert 5 mức độ, với các tiêu chí tỷ số lợi nhuận, tăng trưởng doanh thu, tăng trưởng thị phần được đánh giá theo mức độ cảm nhận của người được hỏi. Hai công trình này đều kết luận rằng dưới

góc độ quản lý, đo lường theo phương pháp đo lường theo mức độ cảm nhận sẽ hữu dụng trong việc thống nhất cách hiểu và hiểu sâu sắc hơn những mối quan hệ nhân quả (causal relationship) trong mô hình nghiên cứu nhân tố tinh thần làm chủ doanh nghiệp so với phương pháp đo lường khách quan.

Tại Việt Nam, Nguyễn Đình Thọ & Nguyễn Thị Mai Trang (2009) trong nghiên cứu một số yếu tố tạo thành năng lực động của doanh nghiệp và giải pháp nuôi dưỡng, đã đo lường kết quả kinh doanh theo phương pháp mức độ cảm nhận để đo lường mối quan hệ giữa định hướng làm chủ doanh nghiệp (Entrepreneurial Orientation), kỳ vọng cơ hội WTO, định hướng học hỏi, năng lực marketing và năng lực đổi mới. Tho & Trang (2011) nghiên cứu về WTO, marketing và năng lực đổi mới của các doanh nghiệp Việt Nam cũng đã đo lường kết quả kinh doanh theo phương pháp mức độ cảm nhận (Subjective performance) để đo lường mối quan hệ giữa kỳ vọng WTO, năng lực marketing, năng lực đổi mới và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

#### **2.4.3. Các tiêu chí đánh giá kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt Nam**

Có nhiều chỉ tiêu để đánh giá kết quả kinh doanh, tùy thuộc vào mục tiêu, ý nghĩa của từng nghiên cứu (Monica et al., 2007). Để đánh giá kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp tư nhân hóa tại các nước đang phát triển, Boubakri & Cosset (2004); Megginson, Nash & Randenborgh (1994); D'Souza & Megginson (1999) đã đề xuất các tiêu chí đo lường bằng các chỉ số tài chính phổ biến để đánh giá kết quả kinh doanh cho phù hợp với sự thay đổi cấu trúc mới của doanh nghiệp tư nhân hóa, bao gồm lợi nhuận tài chính (profitability) đo lường bằng lợi nhuận trên tổng doanh thu (ROS), lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), lợi nhuận trên vốn (ROE) và hiệu quả hoạt động (efficiency) đo lường bằng doanh thu (sales) và thu nhập ròng của người lao động (net income). Tuy nhiên, Sun & Tong (2003); Zhibin, 2004) cho rằng tiêu chí lợi nhuận tài chính, hai chỉ số ROA và ROE không phù hợp khi đo lường kết quả kinh doanh của

doanh nghiệp cổ phần hóa tại Trung Quốc. Vì khi cổ phần hóa tổng tài sản và vốn cổ phần sẽ có xu hướng tự động tăng lên, do đó lợi nhuận tài chính chỉ nên đo lường bằng chỉ số lợi nhuận trên doanh thu (ROS) sẽ công bằng hơn.

Bên cạnh đó, Shirley (1992) cho rằng tư nhân hóa dưới bất kỳ hình thức nào cũng đem lại hai mặt hiệu quả tích cực cho doanh nghiệp là hiệu quả tĩnh (static efficiency) và hiệu quả động (dynamic efficiency). Trong đó, hiệu quả tĩnh đạt được thể hiện qua việc thu được lợi nhuận mong muốn do động lực tìm kiếm lợi nhuận từ sự thay đổi sở hữu từ nhà nước sang tư nhân, hiệu quả động đạt được là những cải thiện quản trị doanh nghiệp giúp nhà quản lý năng động hơn, dám chấp nhận rủi ro với các dự án mới, đổi mới (Innovativeness) và chủ động trong các quyết định kinh doanh đem lại sức sống mới cho doanh nghiệp. Hiệu quả động này sẽ giúp doanh nghiệp phát triển về tốc độ tăng trưởng, phát triển thị trường và sản phẩm mới. Cyert & March (1992), cho rằng kết quả kinh doanh được thể hiện qua các mục tiêu đạt được của doanh nghiệp như lợi nhuận mong muốn, tốc độ tăng trưởng, phát triển thị trường mới, sản phẩm mới và khả năng chiếm lĩnh thị phần của doanh nghiệp.

Trên cơ sở đó, các tiêu chí đo lường kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa trong luận án bao gồm lợi nhuận tài chính (đo lường bằng chỉ số ROS), tốc độ tăng trưởng, phát triển thị trường mới, phát triển sản phẩm mới, thu nhập người lao động.

## **2.5. Mô hình nghiên cứu và các giả thuyết**

### **2.5.1. Các khái niệm nghiên cứu**

#### **2.5.1.1. Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu (Change of Ownership Structure)**

##### **Cấu trúc chủ sở hữu**

Công ty cổ phần có đặc trưng cơ bản là vốn cổ phần được sở hữu bởi các cổ đông khác nhau, hình thành nên cấu trúc chủ sở hữu của công ty, cấu trúc chủ sở hữu của doanh nghiệp là một nhân tố quan trọng của quản trị doanh nghiệp,



một hệ thống phức tạp của những quy định về pháp lý và định chế (Bearle & Means, 1932). Cấu trúc chủ sở hữu có thể được xác định theo hai khía cạnh là quyền sở hữu tập trung (ownership concentration) và quyền sở hữu hỗn hợp (ownership mix) (Gursory & Aydogan, 2002; Iannotta et al., 2006).

Sở hữu tập trung được hiểu là mức độ tập trung vốn của những cổ đông nắm giữ nhiều cổ phiếu nhất và chịu ảnh hưởng nhiều nhất đến rủi ro và chi phí giám sát (Pedersen & Thomsen, 1999), mức độ tập trung sở hữu được hiểu là tỷ lệ sở hữu của 5 cổ đông lớn nhất trong doanh nghiệp (Rokwaro, 2013). Hình thức sở hữu hỗn hợp tùy thuộc vào bản chất của chủ sở hữu, bao gồm các sở hữu khác nhau liên quan đến các đặc tính của cổ đông như sở hữu nước ngoài, sở hữu tư nhân, sở hữu nhà nước, sở hữu quản trị, sở hữu cổ đông lớn (Iannotta et al., 2006). Ngoài ra, lý thuyết về quản trị doanh nghiệp cho rằng sở hữu của cấu trúc hội đồng quản trị (board structure) bao gồm số lượng thành viên hội đồng quản trị (board size), chức vụ của thành viên hội đồng quản trị (board composition) và thành viên hội đồng quản trị độc lập (board independence) (Dalton et al., 1999; Fama & Jensen, 1983) cũng thuộc về cấu trúc chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Với môi trường thể chế của từng quốc gia, mỗi loại hình sở hữu có thể có những tác động khác nhau đến kết quả kinh doanh của công ty. Morck et al., (1998) cho rằng sự khác nhau trong cấu trúc sở hữu dẫn đến những kết quả khác nhau của quản trị doanh nghiệp. Cổ đông lớn có động cơ làm việc nhưng lại có quyền lực chi phối tạo ra các nguyên tắc quản lý riêng của họ trong doanh nghiệp, quyền sở hữu tập trung dễ dẫn đến độc quyền trong quản lý do không có tương quan lợi ích giữa việc giám sát và quyền lợi của các cổ đông nhỏ lẻ. Nghiên cứu về cấu trúc chủ sở hữu tại các quốc gia đang phát triển, đặc biệt là các quốc gia có sự tham gia của thành phần sở hữu nhà nước ở các quốc gia có đặc thù riêng như Trung Quốc, một số nước Đông Âu và Việt Nam, sở hữu nhà nước thường chiếm tỷ trọng lớn khi nền kinh tế chuyển đổi sang nền kinh tế thị trường, thể hiện sự can thiệp của nhà nước trong các hoạt động kinh doanh của công ty. Trong khi đó, sở hữu nước ngoài thường được xem là đối trọng của sở

hữu nhà nước, đối với các quốc gia mà nhà nước muốn nắm quyền chi phối nền kinh tế thì tỷ lệ sở hữu nhà nước thường tỷ lệ nghịch với tỷ lệ sở hữu nước ngoài. Khi nhà nước có xu hướng giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước thì chính sách nói lỏng được ban hành nhằm tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài.

### **Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và cổ phần hóa**

Doanh nghiệp nhà nước sau khi chuyển đổi thành công ty cổ phần thường có mười loại hình sở hữu tồn tại trong doanh nghiệp, bao gồm sở hữu công nhân viên, tư nhân (phân tán), giám đốc, nội bộ, bên ngoài, nhà nước, ngân hàng, nước ngoài, tư nhân (tập trung) và quỹ đầu tư (Djankov & Murrell, 2002). Trên cơ sở định nghĩa cổ phần hóa theo nghị định 64/2002/NĐ-CP ngày 19/6/2002, cổ phần hóa là chuyển doanh nghiệp nhà nước sang hoạt động theo hình thức công ty cổ phần. Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu trong luận án được hiểu là sự chuyển sở hữu nhà nước từ doanh nghiệp nhà nước sang các hình thức sở hữu khác khi cổ phần hóa hoặc từ doanh nghiệp cổ phần hóa còn vốn nhà nước chuyển sang các loại hình sở hữu khác khi nhà nước tiếp tục thoái vốn.

#### **2.5.1.2. Kỳ vọng hội nhập (Expected integration)**

##### **Hội nhập (Integration)**

Hội nhập là một hiện tượng được quan tâm nhiều sau chiến tranh thế giới lần 2, rất hiếm có một chủ đề hay một cuốn sách nào đề cập đến vấn đề kinh tế quốc tế trước năm 1953, cho đến khi kế hoạch tái thiết Châu Âu của Marshal chính thức được Quốc hội Hoa Kỳ thông qua (Machlup, 1977). Hội nhập quốc tế khác với hợp tác quốc tế về cả lượng lẫn chất, hợp tác quốc tế chỉ là làm giảm sự phân biệt đối xử giữa các quốc gia với nhau, trong khi hội nhập kinh tế quốc tế bao gồm tất cả những biện pháp để xóa bỏ những sự phân biệt đối xử giữa các đơn vị kinh tế thuộc các quốc gia thành viên tham gia. Theo Deutsch (1957), hội nhập là sự hợp tác giữa các nước với nhau trên nhiều lĩnh vực nhằm làm gắn bó mối quan hệ, từ đó tạo mối quan hệ thân thiện, hòa bình để phát triển. Balessa (1961) cho rằng xét theo cấp độ cam kết tự do hóa thương mại và liên kết kinh tế

từ thấp đến cao, có năm hình thức liên kết và hội nhập kinh tế khu vực, bao gồm thỏa thuận thương mại ưu đãi (Preferential Trade Arrangement), vực thương mại tự do (Free Trade Area), liên minh thuế quan (Custom Union), thị trường chung (Common Market) và liên minh kinh tế (Economic Union). El-Agraa (1999) tiếp cận hội nhập trên cả góc độ kinh tế và chính trị, cũng bao gồm năm cấp độ hội nhập nhìn từ mức độ cam kết chính sách và thể chế của các quốc gia thành viên, bao gồm khu thương mại tự do, liên minh thuế quan, thị trường chung, liên minh kinh tế và cuối cùng là liên minh chính trị.

Ở Việt Nam, quá trình phát triển hội nhập của Việt Nam bắt đầu từ công cuộc đổi mới vào năm 1986. Tuy nhiên, thuật ngữ hội nhập bắt đầu được đề cập lần đầu tiên trong Văn kiện Đại hội VIII của Đảng vào năm 1996 và hội nhập quốc tế của nước ta đã chính thức bắt đầu với việc gia nhập ASEAN năm 1995, tham gia APEC năm 1998. Hội nhập quốc tế của nước ta đạt bước tiến mạnh mẽ khi Việt Nam ký kết Hiệp định Thương mại song phương với Hoa Kỳ năm 2001 và mang tính bước ngoặt lịch sử là sự kiện Việt Nam trở thành thành viên chính thức của WTO vào năm 2007. Sau đó, tiếp tục mở rộng quá trình hội nhập, Việt Nam đã đàm phán và ký kết nhiều FTA thế hệ mới song phương và khu vực, như Hiệp định Đối tác kinh tế toàn diện với Nhật Bản (JVEPA) năm 2008; chuẩn bị ký kết Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA) trong năm 2018.

### **Kỳ vọng hội nhập**

Việt Nam gia nhập WTO vào năm 2007 tạo ra những cơ hội cũng như nhiều thách thức đối với các doanh nghiệp trong nước, Tho & Trang (2011) trong nghiên cứu về WTO, Marketing, năng lực đổi mới của doanh nghiệp Việt Nam có định nghĩa thuật ngữ kỳ vọng WTO (expected WTO opportunities), kỳ vọng WTO được định nghĩa là sự kỳ vọng vào lợi ích mà việc gia nhập WTO đem lại cho doanh nghiệp khi Việt Nam là thành viên của tổ chức này. Trên cơ sở định nghĩa về kỳ vọng WTO, khái niệm kỳ vọng hội nhập trong luận án được hiểu là kỳ vọng của doanh nghiệp cổ phần hóa về cơ hội tìm kiếm đối tác và cơ hội thay

đổi quản trị doanh nghiệp theo hướng phù hợp với thông lệ quốc tế khi Việt Nam hội nhập mạnh mẽ vào nền kinh tế khu vực và thế giới.

### **2.5.1.3. Tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Corporate Entrepreneurship)**

#### **2.5.1.3.1. Lập nghiệp (Entrepreneur) và khởi nghiệp (Startup)**

Theo Từ điển Oxford, Entrepreneur là một người kiếm tiền bằng cách bắt đầu công việc kinh doanh hoặc vận hành công việc kinh doanh, đặc biệt là khi việc này bao gồm sự chấp nhận rủi ro về tài chính, Entrepreneur là những người làm chủ, người chủ động giải quyết vấn đề, làm chủ được vấn đề của mình trong cuộc sống. Trong bối cảnh Việt Nam, Entrepreneur tạm dịch là lập nghiệp và được hiểu là gây dựng cơ nghiệp bằng cách lập một doanh nghiệp tư nhân hoặc hộ kinh doanh cá thể như mở nhà hàng, quán ăn, tiệm hớt tóc, quán cà phê hay quán phở. Tuy nhiên, người khác bán phở, bạn cũng bán phở thì dù thành công vẫn được gọi là lập nghiệp (Entrepreneur) chứ không thể gọi là khởi nghiệp (Startup) (Trương Gia Bình, 2017).

Startup hay Start-up được xem là xuất hiện đầu tiên tại thung lũng Silicon của Hoa Kỳ, vì vậy yếu tố công nghệ được xem là một đặc tính tiêu biểu của một sản phẩm từ một Startup, mặc dù khái niệm về Startup không có từ ngữ nào đề cập đến công nghệ. Trong tiếng Anh chưa có một định nghĩa chính xác về Startup, tuy nhiên, có hai khái niệm được cộng đồng Startup thừa nhận rộng rãi là khái niệm của Ries (2011) và Blumenthal (2013). Theo đó, Startup được hiểu là một tổ chức được thành lập nhằm mục đích tạo ra những sản phẩm và dịch vụ mới trong các điều kiện cực kỳ không chắc chắn (Ries, 2011). Startup là một công ty hoạt động nhằm giải quyết một vấn đề mà giải pháp để giải quyết vấn đề đó chưa rõ ràng và sự thành công chưa đảm bảo (Blumenthal, 2013).

Khái niệm Startup không đề cập gì đến chữ công nghệ, nhưng thông thường Startup thường xuất hiện liên quan đến công nghệ, một ví dụ điển hình của Startup là Taxi công nghệ Grab, được xem là hãng taxi lớn của thế giới nhưng công ty không có một chiếc taxi nào, mà chỉ dựa trên ý tưởng triển khai dịch vụ

gọi xe bằng điện thoại thông minh, đó là điều chưa từng xảy ra trước đó. Startup thành công là Startup gọi được vốn và bán được mình cho các quỹ đầu tư mạo hiểm, chứ không phải lập ra để được làm chủ mãi mãi (Trương Gia Bình, 2017).

Ở Việt Nam, từ Startup phổ biến rộng rãi nhất vào năm 2016 khi chính phủ xác định năm 2016 là năm quốc gia khởi nghiệp và phê duyệt đề án “Hỗ trợ hệ sinh thái khởi nghiệp đổi mới sáng tạo quốc gia đến năm 2025” theo Quyết định số 844/QĐ-TTg ngày 18/05/2016. Theo tinh thần của quyết định này có thể thấy khởi nghiệp đổi mới sáng tạo thì giá trị cốt lõi nằm ở yếu tố công nghệ. Đây là tiêu chí quan trọng tạo ra sự khác biệt giữa một doanh nghiệp khởi nghiệp đổi mới sáng tạo (Startup) và doanh nghiệp lập nghiệp (Entrepreneur).

Như vậy, theo ngữ nghĩa Startup ở Việt Nam được hiểu chính xác là khởi nghiệp đổi mới sáng tạo, dựa trên khai thác tài sản trí tuệ, công nghệ mô hình kinh doanh mới và thời gian hoạt động là không quá 5 năm, còn thuật ngữ khởi nghiệp là cách gọi tắt của khởi nghiệp đổi mới sáng tạo hoặc là cách gọi nhầm lẫn của các bạn trẻ sinh viên về phong trào Startup. Do đó, không nên đánh đồng giữa Startup với khởi nghiệp mà có thể xem Startup tương đương với khởi nghiệp đổi mới sáng tạo và cần có sự phân biệt với lập nghiệp trong bối cảnh Việt Nam. Lập nghiệp cũng có thể trở thành DN cực kỳ lớn, còn nói đến Startup phải nói đến đỉnh cao của khoa học công nghệ, nói đến điều thế giới chưa từng làm (Trương Gia Bình, 2017), những người tham gia Startup chính là những Entrepreneur nhưng ngược lại Entrepreneur không nhất thiết phải là Startup.

#### **2.5.1.3.2. Tinh thần làm chủ (Entrepreneurship)**

Khái niệm Entrepreneurship gắn liền với vai trò của các Entrepreneur trong các lý thuyết kinh tế, Entrepreneurship đề cập đến các đặc trưng của chủ thể và quá trình sáng tạo giá trị mới trong một môi trường mới (Zahra, 1996). Hiện nay, nhiều nhà nghiên cứu cho rằng Entrepreneurship là một khái niệm mờ, chưa rõ ràng (ill-defined) và có nhiều cách tiếp cận khác nhau (Wennekers & Thurik, 1999). Tuy nhiên, có sự thống nhất cơ bản, kết quả trực tiếp của

Entrepreneurship là sáng lập, tạo lập mới một thực thể hay quy trình có tính bước ngoặt và sự đột phá (Maes, 2003), cho ra đời một hình thức kinh doanh mới bằng một công ty mới trên cơ sở một công ty đã có (Lumpkin & Dess, 1996), bắt đầu hay mở rộng một cái mới trên cơ sở một cái đã có (Kanter, 1982).

Ban đầu, Entrepreneurship được xem là đồng nghĩa với tạo lập doanh nghiệp nhỏ cho sự nỗ lực kinh doanh của các cá nhân. Sau đó, tinh thần Entrepreneurship cho doanh nghiệp được phát triển thành nhiều thuật ngữ khác nhau như intrapreneurship (Pinchot, 1985; Kuratko et al., 1993), internal corporate venturing (Burgelman, 1984), internal corporate entrepreneurship (Schollhammer, 1982), corporate ventures (MacMillan et al. 1986), entrepreneurial posture (Covin & Slevin, 1991). Mặc dù có nhiều cách phân loại khác nhau về các thuật ngữ và các cách đo lường khác nhau được sử dụng để đo lường mức độ Entrepreneurship trong doanh nghiệp. Tuy nhiên, hai thuật ngữ phổ biến nhất được cộng đồng khoa học thừa nhận và sử dụng rộng rãi là Entrepreneurial orientation của Lumpkin & Dess (1996) và Corporate entrepreneurship của Zahra (1991; 1993, 1996). Do chưa có nghĩa tương đồng trong tiếng Việt nên trong bối cảnh của VN, thuật ngữ Entrepreneurship được tạm dịch là tinh thần làm chủ của những Entrepreneur là những người làm chủ.

#### **2.5.1.3.3. Định hướng làm chủ (Entrepreneurial Orientation) và tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Corporate Entrepreneurship)**

Các nghiên cứu về Entrepreneurship thường được xây dựng ở cấp độ doanh nghiệp (firm-level), mặc dù chưa có một định nghĩa rõ ràng về Entrepreneurial orientation (EO) và Corporate entrepreneurship (CE) nhưng cả hai khái niệm EO và CE đều được dùng để đo lường mức độ Entrepreneurship trong doanh nghiệp (Zahra, 1991, 1993, 1996; Covin & Slevin, 1991; Lumpkin & Dess, 1996). Entrepreneurial orientation tập trung đo lường xu hướng của doanh nghiệp hướng đến Entrepreneurship (Zahra, 1991; Covin & Slevin, 1991; Lumpkin & Dess, 1996), còn Corporate entrepreneurship tập trung đo lường

những hoạt động Entrepreneurship thật sự xảy ra trong doanh nghiệp (Guth & Ginsberg, 1990; Zahra 1991; 1993; 1996). Mặc dù có sự khác biệt trong phương pháp đo lường, tuy nhiên hai khái niệm EO và CE có thể thay thế hoặc bổ sung cho nhau trong quá trình đo lường Entrepreneurship trong doanh nghiệp (Sharma & Chrisman, 1999; Antoncic & Hisrich, 2003). Do chưa có nghĩa tương đồng trong tiếng Việt nên trong bối cảnh của Việt Nam hiện nay, Entrepreneurial Orientation được tạm dịch là định hướng làm chủ doanh nghiệp, còn Corporate Entrepreneurship được tạm dịch là tinh thần làm chủ doanh nghiệp.

### **Định hướng làm chủ doanh nghiệp (Entrepreneurial Orientation - EO)**

Entrepreneurial orientation lần đầu tiên được đề cập trong công trình nghiên cứu Peterson & Berger (1971), đến đầu những năm 1980, Burgelman (1983) & Miller (1983) là hai tác giả có công trình nghiên cứu về EO trong doanh nghiệp với quan điểm EO được hiểu như là một chiến lược và phong thái lãnh đạo của các doanh nghiệp lớn trong bối cảnh thị trường cạnh tranh mạnh mẽ. Covin & Slevin (1991) tiếp cận EO theo quan điểm xu hướng hướng đến Entrepreneurship của doanh nghiệp và cho rằng EO là khái niệm đa hướng, gồm ba thành phần là chủ động (Proactiveness), đổi mới (Innovativeness), chấp nhận rủi ro (Risk taking) được đo lường bằng 9 biến quan sát và xây dựng thang đo EO trên cơ sở thang đo của Miller & Friesen (1982) và Khandwalla (1977). Trong đó, chủ động (Proactiveness) thể hiện bản chất tiên phong của doanh nghiệp, sẵn sàng ở vị trí tấn công đối thủ cạnh tranh, chủ động trong chiến lược và mục tiêu kinh doanh, luôn đưa ra dịch vụ và sản phẩm mới trước đối thủ cạnh tranh (Lumpkin & Dess, 2001). Schumpeter (1947) nhấn mạnh vai trò của đổi mới (Innovativeness), đổi mới là những việc làm mới hay những việc được sẵn sàng thực hiện theo cách mới. Lumpkin & Dess (2001) đổi mới là sẵn sàng ủng hộ sự sáng tạo và thử nghiệm trong việc giới thiệu sản phẩm, dịch vụ mới theo xu hướng dẫn đầu công nghệ, nghiên cứu và phát triển (R&D) quy trình sản xuất mới. Miller & Friesen (1982) cho rằng chấp nhận rủi ro (Risk taking) là mức độ mà các nhà quản lý sẵn sàng đưa ra sản phẩm, dịch vụ mới, đầu tư vào các dự án

và chấp nhận thử thách của thị trường để tận dụng cơ hội kinh doanh. Theo Lumpkin & Dess (2001) chấp nhận rủi ro là xu hướng thực hiện những hành động táo bạo như mạo hiểm tham gia vào các thị trường mới chưa xác định, đầu tư một lượng lớn nguồn lực nhưng kết quả thu được không chắc chắn.

Lumpkin & Dess (1996) khi nghiên cứu về EO đã bổ sung thêm rằng EO là các quá trình, thực thi và hoạt động ra quyết định đi đến gia nhập cái mới (new entry). EO bao gồm cả ý định và hành động hướng đến sáng tạo kinh doanh mới, về cấu trúc, ngoài ba thành phần như của mô hình Covin & Slevin (1991), Lumpkin & Dess (1996) bổ sung thêm hai nhân tố tự chủ (Autonomy) và quyết liệt cạnh tranh (Competitive aggressiveness). Trong đó, tự chủ được hiểu là tự mình hành động với khuynh hướng bất chấp các ràng buộc; quyết liệt cạnh tranh đề cập xu hướng công ty thách thức trực tiếp các đối thủ cạnh tranh trong ngành để cải thiện vị thế trên thị trường. Tuy nhiên, Keh & et al., (2007) & Rauch et al., (2009) cho rằng mô hình định hướng kinh doanh (EO) của Covin & Slevin (1991) với ba thành phần chủ động (Proactiveness), đổi mới (Innovativeness) và chấp nhận mạo hiểm (Risk taking) là mô hình được chấp rộng rãi, đã được kiểm định nhiều trong các nghiên cứu và có độ tin cậy cao.

### **Tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Corporate Entrepreneurship - CE)**

Từ năm 1980, những nhà nghiên cứu mở rộng khái niệm đo lường xu hướng của doanh nghiệp hướng đến Entrepreneurship gắn với vấn đề đổi mới toàn diện doanh nghiệp (renewal) để tồn tại trong sự thay đổi khắc nghiệt của môi trường (Baumol, 1986; Burgelman, 1983; Kanter, 1989) hoặc tạo ra những cái mới đem lại sức sống mới cho quá trình phát triển của doanh nghiệp (Schendel, 1990). Guth & Ginsberg (1990) được xem là tiên phong trong việc mở rộng đo lường xu hướng Entrepreneurship của doanh nghiệp, và cho rằng xu hướng này bao gồm hai nội dung chủ yếu là sự đổi mới trong nội bộ (internal innovation) với sự chấp nhận mạo hiểm (new venture creation) và chuyển biến sự phát triển của doanh nghiệp thông qua quá trình thay mới chiến lược (Strategic renewal). Zahra (1991) đã kế thừa khái niệm CE của Guth & Ginsberg (1990) và



các nghiên cứu trước, tiếp cận Entrepreneurship với tên gọi là Corporate entrepreneurship theo quan điểm tập trung đo lường những hoạt động Entrepreneurship thật sự xảy ra trong doanh nghiệp chứ không phải là xu hướng tiến đến Entrepreneurship như quan điểm đo lường của khái niệm Entrepreneurial orientation. Zahra (1991, 1993) cho rằng CE là khái niệm đa hướng gồm ba thành phần mạo hiểm (Venturing); đổi mới (Innovativeness) và thay mới chiến lược (Strategic renewal) và xây dựng thang đo lường bằng 14 biến quan sát. Sau đó, Zahra (1996) tiếp tục phát triển thang đo CE với 22 biến quan sát, bao gồm 5 thành phần đổi mới tổ chức (organizational innovation), đổi mới sản phẩm (product innovation), đổi mới quy trình (process innovation), mạo hiểm quốc tế (international venturing) và mạo hiểm nội địa (domestic venturing).

## **2.5.2. Các giả thuyết nghiên cứu**

### **2.5.2.1. Tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kết quả kinh doanh**

Tinh thần làm chủ doanh nghiệp gắn với vấn đề đổi mới toàn diện doanh nghiệp, gồm ba thành phần thay mới chiến lược (Strategic renewal), mạo hiểm (Venturing) và đổi mới (Innovativeness). Trong đó, thay mới chiến lược (Strategic renewal) là áp dụng những cấu trúc tổ chức mới để khuyến khích sự mạo hiểm và đổi mới sáng tạo trong doanh nghiệp bao gồm cả việc định hình lại khái niệm kinh doanh, tái tổ chức doanh nghiệp để mở đầu cho sự thay đổi của toàn bộ hệ thống (Zahra, 1991, 1993). Mạo hiểm (Venturing) là tạo ra những việc kinh doanh mới hay độc lập liên quan đến những sản phẩm hay dịch vụ đã có (Zahra, 1993). Mạo hiểm cũng liên quan đến thành phần chấp nhận rủi ro (Risk taking) của Miller & Friesen (1982), là mức độ mà các nhà quản lý sẵn sàng đưa ra sản phẩm, dịch vụ mới, đầu tư vào các dự án và chấp nhận thử thách của thị trường để tận dụng cơ hội kinh doanh. Đổi mới (Innovativeness) là những việc làm mới hay những việc được sẵn sàng thực hiện theo cách mới (Schumpeter, 1947), đổi mới là tạo ra những hoạt động kinh doanh mới dựa trên những hoạt động đã có của doanh nghiệp (Stopford & Baden-Fuller, 1994). Sau này, có

những thay đổi nhỏ với việc mở rộng các thành phần đo lường của CE, mạo hiểm bao gồm những hoạt động xảy ra bên trong và bên ngoài doanh nghiệp gắn liền với việc tạo ra cái mới thông qua sự hợp tác giữa hai hay nhiều tổ chức, hình thành nên những đơn vị kinh doanh mới gắn liền với doanh nghiệp (Covin & Miles, 2007). Đổi mới là sẵn sàng ủng hộ sự sáng tạo và thử nghiệm trong việc giới thiệu sản phẩm, dịch vụ mới theo xu hướng dẫn đầu công nghệ, nghiên cứu và phát triển (R&D) quy trình sản xuất mới (Lumpkin & Dess, 2001). Thay mới chiến lược bao gồm cả những hoạt động tìm kiếm cơ hội và phát triển cơ hội để tăng quy mô hoạt động của doanh nghiệp (Ireland et al., 2003).

Lý thuyết tinh thần làm chủ doanh nghiệp giải thích lợi thế tiên phong, độc quyền tạm thời của công ty, cạnh tranh với đối thủ trong ngành, luôn tìm cách để cạnh tranh, tạo ra chuỗi biến động cái mới và huỷ diệt cái cũ (Nguyễn Thành Long, 2012), đổi mới chiến lược hiện hữu của công ty để làm tăng khả năng đáp ứng thị trường của doanh nghiệp (Antoncic & Hisrich, 2003). Các doanh nghiệp có tinh thần làm chủ doanh nghiệp cao luôn chủ động và tiên phong trong đề xuất, thực hiện những ý tưởng, quy trình sản xuất mới để đáp ứng với môi trường bên trong và bên ngoài doanh nghiệp nhằm tạo ra lợi thế tiên phong (Keh et al., 2007). Tinh thần làm chủ doanh nghiệp được xem như là một nhân tố quan trọng của tổ chức, đem lại một sức sống mới (revitalization) cho tương lai của doanh nghiệp (Schollorhammer, 1982). Tinh thần làm chủ doanh nghiệp không những quan trọng cho các doanh nghiệp lớn mà còn cần thiết cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ (Covin & Slevin, 1991) tại các nước phát triển và các nước đang chuyển đổi nền kinh tế (Antoncic & Hisrich, 2003). Tinh thần làm chủ doanh nghiệp liên quan đến quá trình thực thi chiến lược mà cốt lõi là duy trì tầm nhìn trong tương lai (Lumpkin & Dess, 1996). Trong môi trường kinh doanh năng động và cạnh tranh, lợi nhuận của doanh nghiệp thu được ở tương lai không chắc chắn, doanh nghiệp cần phải liên tục tìm kiếm cơ hội mới để khai thác chúng một cách hiệu quả (Zhou et al., 2007).

Nhiều nhà nghiên cứu trước cũng cho rằng tinh thần làm chủ doanh nghiệp là nhân tố quan trọng đóng góp phần vào lợi nhuận về mặt tài chính cho doanh nghiệp (Kuhn et al., 2010), những doanh nghiệp có tinh thần làm chủ doanh nghiệp cao có lợi nhuận vượt trội hơn những doanh nghiệp ít quan tâm đến nó (Wiklund & Shepherd, 2005). Theo Antocic & Hisrish (2003), tinh thần làm chủ doanh nghiệp tác động tích cực vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp tư nhân hóa, có mối quan hệ chặt chẽ giữa tinh thần làm chủ doanh nghiệp và tư nhân hóa. Qua sàng lọc 39 nghiên cứu về ảnh hưởng của tinh thần làm chủ doanh nghiệp đến kết quả kinh doanh, Nguyễn Thành Long (2012) kết luận rằng tinh thần làm chủ doanh nghiệp có mối quan hệ dương với khả năng sinh lợi của doanh nghiệp. Cơ hội kinh doanh và rào cản trong môi trường kinh doanh hiện đại luôn biến đổi liên tục, chỉ những doanh nghiệp có tinh thần làm chủ doanh nghiệp tốt mới nhận thấy và nắm bắt được chúng để chủ động ứng phó với sự thay đổi và tạo ra lợi thế của người đi trước (Keh et al., 2007). Trên cơ sở đó, giả thuyết nghiên cứu  $H_1$  được phát biểu như sau:

*$H_1$ : Tinh thần làm chủ doanh nghiệp có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

### **2.5.2.2 Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và tinh thần làm chủ doanh nghiệp**

Tư nhân hóa dưới bất kỳ hình thức nào cũng đem lại hai mặt hiệu quả tích cực cho doanh nghiệp là hiệu quả tĩnh (static efficiency) và hiệu quả động (dynamic efficiency). Trong đó, hiệu quả động được xem như là sự thay đổi để cải thiện quản trị doanh nghiệp, kích thích sự đổi mới, (Innovativeness), sáng tạo (Creation) trong doanh nghiệp (Shirley, 1992). Tư nhân hóa đã tác động và làm thay đổi ý thức, tư duy quản lý, tạo điều kiện để khu vực tư nhân phát triển, đặc biệt là thành phần kinh tế nước ngoài trong cấu trúc sở hữu vốn, hỗ trợ doanh nghiệp thay đổi quản trị theo xu hướng hiện đại và quốc tế hóa (Paul, 2013).

Doanh nghiệp cổ phần hóa là hình thức công ty cổ phần mới được hình thành dựa trên nền tảng là doanh nghiệp nhà nước trước kia. Sự thay đổi hình

thức sở hữu từ một doanh nghiệp được điều hành theo sự chỉ đạo của nhà nước chuyển sang hình thức đa sở hữu nên hoạt động quản trị công ty phải có những thay đổi lớn để đáp ứng với môi trường mới. Sự thay đổi hình thức hoạt động của doanh nghiệp được xem là một giai đoạn mang tính bước ngoặt, đột phá trong sự thay đổi phong thái quản lý và hình thành tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Zahra & et al., 2006) và tư nhân hóa có thể xem là một quyết định cốt lõi để doanh nghiệp nảy sinh tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Antoncic & Hisrish, 2003).

Trước khi chuyển sang sở hữu tư nhân, các nhà quản lý bị giới hạn sự đổi mới của họ trong việc thay đổi các chiến lược bởi cơ chế chính sách, mục tiêu của chính phủ, sự hành chánh quan liêu, kiểm soát tài chính và tính ép buộc (Cragg & Dyck, 1999). Theo lý thuyết lựa chọn công thì không có sự khuyến khích đổi mới và hoàn toàn cũng không có khái niệm tinh thần làm chủ doanh nghiệp trong doanh nghiệp nhà nước, các lãnh đạo của doanh nghiệp nhà nước được bổ nhiệm không liên quan đến thị trường nhân sự cấp cao mà do yếu tố chính trị chi phối (Ana et al., 2010). Hơn nữa, doanh nghiệp nhà nước có vai trò kiểm soát thị trường hàng hóa và thường được bảo vệ khi phá sản (Pryke, 1971), nên việc tạo ra giá trị công ty không phải là mục tiêu hàng đầu của những doanh nghiệp này và cũng không có áp lực để tạo ra tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Lioukas et al., 1993). Vì vậy, quá trình cổ phần hóa, từ một doanh nghiệp hoạt động được bao cấp bởi nhà nước chuyển sang mô hình hoạt động theo hình thức công ty cổ phần theo quy luật của thị trường, chấp nhận tự mình đương đầu với thách thức, hưởng thành quả theo chất lượng kinh doanh, chấp nhận cạnh tranh tự do và công bằng đã tạo điều kiện để nảy sinh tinh thần làm chủ doanh nghiệp.

Tư nhân hóa là sự khởi đầu cho một quá trình thay đổi trong doanh nghiệp (Cuervo & Villalonga, 2000), doanh nghiệp như được tháo ngòi, cởi trói về các quyết định quản trị, dẫn đến sự thay đổi vượt bậc, sự chủ động của lãnh đạo doanh nghiệp với việc định hình lại cấu trúc chiến lược, mục tiêu kinh doanh, chiến lược phát triển và động lực làm việc để ủng hộ những hoạt động làm tăng giá trị cho cổ đông (Zahra et al., 2006), nguồn gốc tạo ra tinh thần làm chủ doanh

nghiệp (Ana et al., 2010). Tư nhân hóa trở thành một công cụ rất quan trọng trong chính sách kinh tế (Uhlenbruck & De Castro, 1998) và giúp cải thiện kết quả kinh doanh hơn so với trước kia là doanh nghiệp nhà nước (Cuervo & Villalonga, 2000). Một trong các lý do cho việc tư nhân hóa là để doanh nghiệp hình thành tinh thần làm chủ qua việc tăng tính chủ động, sáng tạo và dám chấp nhận mạo hiểm trong kinh doanh (Ana et al., 2010).

Ảnh hưởng của tư nhân hóa đến tinh thần làm chủ doanh nghiệp khác nhau trong từng tổ chức và tùy thuộc vào môi trường của từng quốc gia (Zahra, 1996; Doh, 2000; De Castro & Uhlenbruck, 2003; Romero-Martinez et al., 2010). Sau tư nhân hóa, tinh thần làm chủ doanh nghiệp xảy ra thật sự mạnh mẽ hơn, đáng chú ý nhất là mức độ cạnh tranh thông qua việc gia nhập thị trường cạnh tranh mới, tăng mức độ chấp nhận mạo hiểm để phát triển sản phẩm, dịch vụ và quy trình mới (Zarei et al., 2016). Các công ty tư nhân hóa thường có sự thay đổi chiến lược rất cao để cải thiện giá trị công ty (Romero-Martinez et al., 2010), mức độ mạo hiểm (venturing) của doanh nghiệp tư nhân hóa cao hơn so với doanh nghiệp nhà nước (Tan, 2001). Nhiều nghiên cứu khác cũng khẳng định tư nhân hóa ảnh hưởng mạnh đến mức độ mạo hiểm (Tan, 2001; Boubakri et al., 2013). Động lực đổi mới (innovativeness) xảy ra trong tổ chức là kết quả của việc thay đổi cấu trúc chủ sở hữu khi tư nhân hóa, làm thay đổi hành vi của doanh nghiệp để tinh thần làm chủ doanh nghiệp xảy ra thật sự và nhanh hơn, nhiều nghiên cứu khác cũng cho rằng tư nhân hóa ảnh hưởng đến khả năng đổi mới của doanh nghiệp (Romero – Martinez et al., 2010; Tan et al., 2015).

Lý thuyết người đại diện cho thấy phong thái quản lý tác động đến mức độ tinh thần làm chủ của doanh nghiệp (Ana et al., 2010), nhiều nghiên cứu cho rằng có mối quan hệ dương giữa các loại hình chủ sở hữu như sở hữu tổ chức (institutional ownership), sở hữu quản trị (management ownership) và cấu trúc hội đồng quản trị (board composition) với tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Zahra, 1996). Antoncic & Hisrich (2003) đã phân tích mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc sở hữu và tinh thần làm chủ của doanh nghiệp tại các nước nguyên là

xã hội chủ nghĩa trước đây, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước sẽ làm tăng cao tinh thần làm chủ của doanh nghiệp. Qua phân tích, có thể thấy sự thay đổi cấu trúc sở hữu trong doanh nghiệp cổ phần hóa là tiền đề tạo ra tinh thần làm chủ doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, giả thuyết nghiên cứu H<sub>2</sub> được phát biểu như sau:

*H<sub>2</sub>: Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu có tác động tích cực đến tinh thần làm chủ doanh nghiệp của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

### **2.5.2.3. Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh**

Douma & et al., (2006) cho rằng loại hình chủ sở hữu khác nhau sẽ dẫn đến mục tiêu kinh doanh khác nhau. Konijn & et al., (2011) thực hiện nghiên cứu mối quan hệ giữa các loại hình chủ sở hữu, tác giả kết luận rằng ảnh hưởng của loại hình chủ sở hữu đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp khác nhau ở các khu vực Hoa Kỳ, Châu Âu và Châu Á. Sở hữu nước ngoài (foreign ownership), sở hữu quản trị (management ownership), sở hữu nhà nước (state ownership) là ba loại hình sở hữu chủ chốt trong cấu trúc chủ sở hữu trong bối cảnh hiện nay.

Đối với loại hình sở hữu nước ngoài, theo lý thuyết quyền sở hữu và lý thuyết lựa chọn công, loại hình sở hữu nước ngoài có tác động tích cực với cổ phần hóa. Hầu hết các nghiên cứu cũng kết luận rằng sở hữu nước ngoài tác động dương đến kết quả kinh doanh. Douma & et al., (2006) cho rằng loại hình sở hữu nước ngoài có vị trí chủ chốt trong hệ thống quản trị ở những nền kinh tế đang chuyển đổi, với ưu điểm quản trị doanh nghiệp hiện đại, kỹ thuật công nghệ tiên tiến, loại hình sở hữu nước ngoài có tác động dương đến kết quả kinh doanh trong công ty tư nhân hóa. Trong nghiên cứu các doanh nghiệp cổ phần hóa tại Trung Quốc, Mishra & et al., (2007) cho rằng hình thức sở hữu nước ngoài có tác động tích cực khi các cổ đông nước ngoài nắm vai trò kiểm soát trong doanh nghiệp, hình thức sở hữu nước ngoài tác động dương đến kết quả kinh doanh khi họ có vai trò chủ đạo trong cơ cấu quản trị, có sự phân chia độc lập giữa quyền sở hữu và quyền quản lý (Choi & et al., 2012). Theo Huang & et al., (2009), sở

hữu nước ngoài tác động dương đến kết quả kinh doanh, vì các nhà đầu tư nước ngoài sở hữu năng lực tài chính mạnh, có kỹ thuật tiên tiến và kinh nghiệm quản lý các tập đoàn lớn nhiều hơn các nhà đầu tư trong nước. Djankov & Murrell (2002), tập hợp hơn một trăm nghiên cứu tại các nước có nền kinh tế chuyển đổi về kết quả kinh doanh của các loại hình chủ sở hữu khi tái cấu trúc doanh nghiệp, tác giả kết luận loại hình sở hữu nước ngoài tác động tích cực rất lớn đến hoạt động tái cấu trúc doanh nghiệp khi thực hiện tư nhân hóa.

Đối với loại hình sở hữu quản trị, theo lý thuyết người đại diện, quyền lợi của người đại diện trong công ty cổ phần không đồng nhất với quyền lợi của cổ đông. Sự tách riêng quyền sở hữu và quyền quản lý trong công ty cổ phần gây ra mâu thuẫn tiềm ẩn giữa cổ đông và nhà quản lý, các nhà quản lý khi theo đuổi lợi ích của chính mình lại gây ra mâu thuẫn với lợi ích của cổ đông. Một phương pháp giảm mâu thuẫn là khuyến khích nhà quản trị sở hữu cổ phần. Tuy nhiên, theo Jensen & Meckling (1976) cho rằng tỷ lệ sở hữu cổ phần của các thành viên ban quản lý càng lớn, họ càng có xu hướng ra quyết định nhằm tối đa hóa giá trị tài sản chủ sở hữu, điều này đồng nghĩa với tối đa hóa giá trị tài sản của chính họ, giả định này được gọi là hiệu ứng hội tụ lợi ích (convergence of interest). Ngoài ra, Morck & et al., (1988) cho rằng sở hữu quản trị ở mức tỷ lệ cao có thể dẫn đến sự thâm tóm quyền lực (entrenchment), là hiện tượng chủ quan của nhà quản trị khi họ nắm quyền kiểm soát công ty. Một nghiên cứu cụ thể trong trường hợp này là nghiên cứu của Trần Minh Trí & Dương Như Hùng (2011), nghiên cứu về tỷ lệ sở hữu quản trị của các công ty cổ phần và cổ phần hóa niêm yết trên sàn chứng khoán VN, kết quả là kết quả kinh doanh tỷ lệ thuận với tỷ lệ sở hữu quản trị khi tỷ lệ sở hữu quản trị nhỏ hơn 51,9%. Tuy nhiên, khi tỷ lệ sở hữu quản trị lớn hơn 51,9% thì kết quả kinh doanh tỷ lệ nghịch với tỷ lệ sở hữu quản trị.

Đối với loại hình sở hữu nhà nước, lý thuyết người đại diện, lý thuyết quyền sở hữu, lý thuyết lựa chọn công cho rằng sở hữu nhà nước kém hiệu quả hơn so với các hình thức sở hữu khác bởi sự khác nhau về mục tiêu, động lực làm việc và do tính tư lợi của con người (Sun & Tong, 2003; Gupta, 2005). Nhiều

nghiên cứu chứng minh rằng sở hữu nhà nước kém hiệu quả hơn so với sở hữu tư nhân do thiếu động lực làm việc (Megginson & Netter, 2001; Shirley & Walsh, 2000; Xu & Wang (1999), Qi et al. (2000), Sun & Tong (2003) và sự can thiệp chính trị vào kinh tế (Faccio, 2006), nhà nước không phải là cổ đông chỉ muốn tối đa lợi nhuận mà còn phải thực hiện đồng thời nhiều mục tiêu khác nhau (Aharoni, 1986). Tuy nhiên, có bằng chứng cho thấy rằng tỷ lệ sở hữu nhà nước cao trong doanh nghiệp và sự can thiệp chính trị có mối quan hệ cả âm (Fan et al., 2006; Yuan, 2008) lẫn dương (Berkman et al., 2009; Francis et al., 2009; Li et al., 2008) với kết quả kinh doanh. Tại các nước có nền kinh tế chuyển đổi, tỷ lệ sở hữu nhà nước cao trong doanh nghiệp thường được hưởng những ưu đãi đặc quyền đặc lợi (Fisman, 2001; Johnson & Mitton, 2003), sở hữu nhà nước trong doanh nghiệp cổ phần giúp cho các nhà quản lý có lợi thế cạnh tranh về thông tin và sự ủng hộ chính trị cho các dự án (Luo, 2003; Tian & Estrin, 2008), bao gồm cả việc được bảo lãnh vay vốn ngân hàng (Charumilind et al., 2006; Claessens et al., 2000) nhưng dễ gặp rủi ro về đạo đức như quan điểm của lý thuyết người đại diện. Do động lực tìm kiếm lợi nhuận của nhà quản lý trong DN nhà nước thấp nhưng quyền lực của họ trong doanh nghiệp lại quá cao (Buck et al., 2008) dẫn đến việc tư lợi, lợi ích cá nhân làm ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh.

Khác với các nước phát triển, tại các quốc gia đang phát triển nhà nước thường đóng vai trò là cổ đông chi phối và can thiệp vào các hoạt động kinh tế của doanh nghiệp, trong khi đó các đại diện của nhà nước tại doanh nghiệp là những chủ sở hữu không đích thực có thể làm việc không vì mục tiêu lợi ích của công ty nên thường ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh. Lý thuyết quyền sở hữu và lý thuyết lựa chọn công cho thấy việc tham gia cổ phần của các loại hình sở hữu ngoài nhà nước khi cổ phần hóa, nhất là loại hình sở hữu nước ngoài sẽ làm tăng kết quả kinh doanh, hỗ trợ quá trình quốc tế hóa doanh nghiệp, giảm sự can thiệp quá mức của nhà nước, giúp nền kinh tế vận hành theo quy luật của thị trường. Trên cơ sở phân tích trên, giả thuyết nghiên cứu H<sub>3</sub> được phát biểu như sau:



*H<sub>3</sub>: Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

#### **2.5.2.4. Tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kỳ vọng hội nhập**

Tinh thần làm chủ doanh nghiệp là một dạng chiến lược thể hiện bằng sự chủ động tìm cơ hội, quyết liệt cạnh tranh dựa trên sự đổi mới và sẵn sàng chấp nhận rủi ro (Covin & Slevin, 1991). Doanh nghiệp thể hiện tinh thần làm chủ doanh nghiệp luôn có khuôn mẫu phong cách trên chiếm ưu thế trong các cấp lãnh đạo, trở thành triết lý chiến lược chung của lãnh đạo, tinh thần làm chủ doanh nghiệp luôn tiềm ẩn những cơ hội hội, tiếp cận học hỏi ở thị trường toàn cầu (worldwide learning) và hội nhập quốc tế (Birkinshaw, 1997) để cơ cấu sử dụng nguồn lực một cách hiệu quả và tăng năng lực cạnh tranh (Covin & Miles, 2007; Covin & Slevin, 1991; Ireland et al., 2003).

Tinh thần làm chủ doanh nghiệp thể hiện khả năng của doanh nghiệp trong việc chủ động và quyết tâm của doanh nghiệp để theo đuổi mục tiêu của mình và sẵn sàng chấp nhận rủi ro trong kinh doanh. Định hướng làm chủ doanh nghiệp (Entrepreneurial orientation) là một dạng năng lực động (dynamic capabilities) cơ bản của doanh nghiệp vì nó giúp gia tăng khả năng chủ động và quyết tâm của doanh nghiệp để theo đuổi mục tiêu của mình và sẵn sàng chấp nhận rủi ro trong kinh doanh (Nguyễn Đình Thọ & Nguyễn Thị Mai Trang, 2009). Vì vậy, doanh nghiệp có tinh thần làm chủ doanh nghiệp cao luôn theo đuổi các cơ hội kinh doanh trong thị trường để phát hiện những cơ hội và rào cản trong kinh doanh (Keh et al., 2007).

Quốc tế hóa doanh nghiệp thành công là nhờ sự hỗ trợ từ các nhà đầu tư chiến lược quốc tế, việc hình thành các FTA tạo ra những hiệu ứng động (dynamic effect) quan trọng với môi trường đầu tư và hành vi của nhà đầu tư. FTA khi hình thành có thể thúc đẩy cả dòng đầu tư nước ngoài và cả nội địa, dòng đầu tư giữa các thành viên trong FTA cũng như bên ngoài FTA. Việc hình thành các FTA đã làm giảm đáng kể các méo mó trong môi trường đầu tư, sản

xuất của các quốc gia thành viên, thúc đẩy hoạt động kinh doanh của các nhà đầu tư, mang lại cơ hội tiếp cận thị trường rộng lớn với sức mua lớn hơn (Bùi Trường Giang, 2008). Lý thuyết về sự chú ý của doanh nghiệp (Attention-based view of the firm) (Ocasio, 1977) cho thấy doanh nghiệp sẽ có hành vi điều chỉnh về chiến lược, sứ mệnh và tầm nhìn khi doanh nghiệp quan tâm đến các sự kiện, diễn biến quan trọng trên thị trường. Lý thuyết về kỳ vọng của doanh nghiệp (Organizational expectation theory) (Cyert & March, 1992) cho thấy khi doanh nghiệp có kỳ vọng về các thay đổi trong môi trường kinh doanh thì doanh nghiệp sẽ có hành vi điều chỉnh để tương thích với kỳ vọng đó. Trên cơ sở phân tích trên, giả thuyết nghiên cứu H<sub>4</sub> được phát biểu như sau:

*H<sub>4</sub>: Tinh thần làm chủ doanh nghiệp có tác động tích cực đến kỳ vọng hội nhập của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

#### **2.5.2.5. Kỳ vọng hội nhập và kết quả kinh doanh**

Những lý luận về hội nhập khu vực cho rằng hội nhập kinh tế có tác động dương đến toàn bộ nền kinh tế của quốc gia thành viên (Krugman & Obstfeld, 2002), việc dỡ bỏ các hàng rào thương mại, hình thành các thị trường chung và ảnh hưởng của hai khía cạnh kinh tế và chính trị của hội nhập đã tạo ra cơ hội tăng trưởng kinh tế, ảnh hưởng tích cực đến sự tăng trưởng kinh tế của các thành viên tham gia (Rose, 2000; Rose & Eric, 2001).

Mặc dù hiện tượng nước Anh mở cuộc trưng cầu dân ý vào năm 2016 để quyết định việc rời khỏi EU (Brexit) đã ảnh hưởng đến xu thế hội nhập của thế giới. Tuy nhiên, hội nhập kinh tế vẫn là một chủ đề nổi bật của các quốc gia đang theo đuổi sự thịnh vượng và duy trì sự hợp tác song phương và đa phương (Danson & Deogratias, 2016). Có mối quan hệ dương giữa hội nhập kinh tế với mức độ tạo ra thương mại (Maudos & Guevara, 2015). Đo lường ảnh hưởng của hiệp định NAFTA giữa Canada, Hoa Kỳ và Mexico đến mức độ tạo ra thương mại và sự thịnh vượng, kết quả của nghiên cứu cho thấy mức độ thịnh vượng của Mexico tăng 1,31%, Hoa Kỳ tăng 0,08 %, Canada 0,06 %, mức độ tạo ra giao

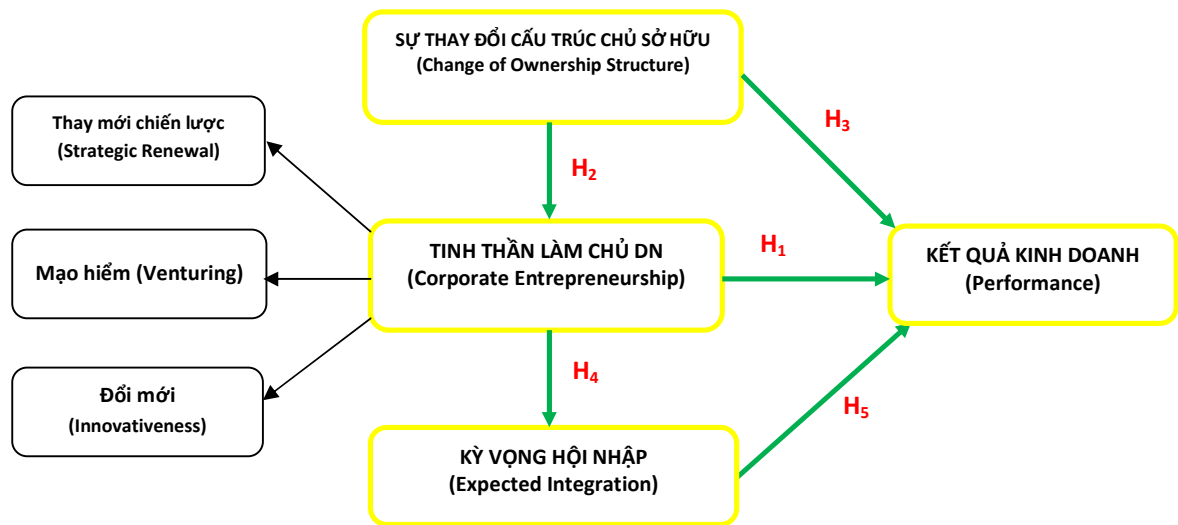
dịch thương mại tăng 118% tại Mexico, 11% tại Canada, 4,1% tại Hoa Kỳ (Caliendo & Parro, 2014). Các nghiên cứu của Baldwin & Seghezza (1996); Baldwin et al., (1996), cho thấy có mối tương quan dương giữa các điều khoản về đầu tư trong các FTA với sự gia tăng của dòng thương mại và đầu tư. Việc hình thành các FTA có tác dụng kích thích mạnh đối với hoạt động đầu tư nước ngoài và trong nước, tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư tại tất cả các thành viên trong một thỏa thuận hội nhập khu vực có thể tăng lên cho dù thị trường vốn có dư thừa. Ngoài ra, nghiên cứu thực nghiệm của Leshner & Sebastien (2006) kết luận rằng thậm chí tác động của các điều khoản về đầu tư của các FTA còn lớn hơn nhiều hiệu ứng từ thỏa thuận riêng giữa hai quốc gia với các dòng đầu tư.

Bor (2017) cho rằng có mối quan hệ dương giữa hội nhập và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp và theo Bachiller (2016) thì ảnh hưởng của quá trình hội nhập kinh tế gắn kết với sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu trong doanh nghiệp là nguyên nhân dẫn đến sự cải thiện kết quả kinh doanh của doanh nghiệp tại các quốc gia đang phát triển. Hội nhập kinh tế quốc tế tạo điều kiện cho doanh nghiệp cổ phần hóa quốc tế hóa doanh nghiệp, tiếp cận phương pháp quản trị doanh nghiệp hiện đại, công nghệ tiên tiến cùng với dòng vốn đầu tư để doanh nghiệp cổ phần hóa có thể hòa nhập vào kinh tế toàn cầu. Trên cơ sở đó, giả thuyết nghiên cứu H<sub>5</sub> được phát biểu như sau:

*H<sub>5</sub>: Kỳ vọng hội nhập có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

### **2.5.3. Mô hình nghiên cứu**

Trên cơ sở các giả thuyết, mô hình lý thuyết đề xuất được hình thành



**Hình 2.1: Mô hình lý thuyết đề xuất**

### Tóm tắt các giả thuyết

*H<sub>1</sub>: Tinh thần làm chủ doanh nghiệp có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

*H<sub>2</sub>: Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu có tác động tích cực đến tinh thần làm chủ doanh nghiệp của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

*H<sub>3</sub>: Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

*H<sub>4</sub>: Tinh thần làm chủ doanh nghiệp có tác động tích cực đến kỳ vọng hội nhập của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

*H<sub>5</sub>: Kỳ vọng hội nhập có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

### 2.6. Tóm tắt chương 2

Chương hai đã trình bày khái niệm và bản chất của tư nhân hóa trên thế giới, cổ phần hóa tại VN, lý thuyết cổ phần hóa, lý thuyết hội nhập kinh tế, cơ sở đo lường kết quả kinh doanh theo phương pháp cảm nhận và các khái niệm nghiên cứu. Trên cơ sở đó mô hình nghiên cứu và các giả thuyết nghiên cứu được hình thành, chương tiếp theo sẽ trình bày phương pháp nghiên cứu.

## **CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

### **Giới thiệu**

Chương ba sẽ trình bày nội dung phương pháp nghiên cứu, bao gồm thiết kế nghiên cứu, điều chỉnh thang đo các khái niệm nghiên cứu, điều tra sơ bộ đánh giá thang đo. Những nội dung chính mà chương này sẽ thực hiện bao gồm diễn giải tổng quan chương trình nghiên cứu; thiết kế và điều chỉnh thang đo lường các khái niệm trong mô hình nghiên cứu, thiết kế bảng câu hỏi cho chương trình nghiên cứu sơ bộ, sau cùng là trình bày kết quả nghiên cứu sơ bộ.

### **3.1. Thiết kế nghiên cứu**

#### **3.1.1. Phương pháp nghiên cứu**

##### **3.1.1.1. Nghiên cứu sơ bộ**

Nghiên cứu sơ bộ bao gồm nghiên cứu sơ bộ định tính khám phá các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt Nam, nghiên cứu sơ bộ định tính điều chỉnh thang đo từ các thang đo đã có của các nghiên cứu trước và nghiên cứu sơ bộ định lượng để xây dựng bảng câu hỏi khảo sát dùng cho nghiên cứu chính thức.

Đối với nghiên cứu sơ bộ định tính khám phá các nhân tố, do đặc trưng của nghiên cứu khám phá theo chiều sâu, kích thước mẫu trong nghiên cứu định tính có thể rất nhỏ (bảng 1) hay khá lớn (hơn mười trở lên), việc lựa chọn mẫu không cần theo quy tắc mà cần chú ý đến những đối tượng có khả năng cung cấp thông tin chuyên sâu theo yêu cầu của vấn đề cần khám phá (Maxwell, 2005). Trong nghiên cứu này, một bảng thảo luận gồm 10 câu hỏi với các nhân tố ý định cổ phần hóa, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, tinh thần làm chủ doanh nghiệp, kỳ vọng hội nhập và kết quả kinh doanh được thiết lập để thảo luận với 7 chuyên gia (danh sách phỏng vấn chuyên gia xem phụ lục 2) có nghiên cứu chuyên sâu về cổ phần hóa, công tác trong lĩnh vực cổ phần hóa nhiều năm, giữ các vị trí quan trọng trong bộ máy nhà nước và tại các doanh nghiệp cổ phần hóa (chi tiết nội

dung phỏng vấn chuyên gia và kết quả nghiên cứu sơ bộ định tính khám phá các nhân tố được thể hiện ở phụ lục 3).

Đối với nghiên cứu sơ bộ định tính điều chỉnh thang đo từ các thang đo đã có, tác giả chủ động đưa ra 25 câu hỏi là thang đo gốc đã được chuyển ngữ, bao gồm sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu (3 phát biểu), tinh thần làm chủ doanh nghiệp (14 phát biểu), kỳ vọng hội nhập (3 phát biểu); kết quả kinh doanh (5 phát biểu) để thảo luận, xin ý kiến các chuyên gia về nội dung, sự phù hợp của các phát biểu để điều chỉnh cho thích hợp với môi trường cổ phần hóa của Việt Nam. Kết quả nghiên cứu sơ bộ định tính điều chỉnh thang đo có 2 phát biểu bị loại ra, còn lại 23 phát biểu đo lường 4 nhân tố (phụ lục 4). Sau khi điều chỉnh xong, một bảng tập hợp tất cả 23 phát biểu được tiếp tục thực hiện phỏng vấn sâu để hoàn thiện bảng câu hỏi khảo sát, theo cách hỏi trực tiếp 15 người giữ chức vụ quản lý trong doanh nghiệp cổ phần hóa để lấy ý kiến về mức độ rõ ràng, ngắn gọn, dễ hiểu, tính nhất quán của thang đo lường của các phát biểu (nội dung phỏng vấn sâu để hoàn thiện bảng câu hỏi khảo sát và kết quả ở phụ lục 5).

Đối với nghiên cứu sơ bộ định lượng, sau khi đã hình thành được bảng câu hỏi khảo sát gồm thang đo các khái niệm sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, tinh thần làm chủ doanh nghiệp, kỳ vọng hội nhập và kết quả kinh doanh. Nghiên cứu tiến hành điều tra và phân tích định lượng sơ bộ được thực hiện bằng cách hỏi trực tiếp hoặc gửi bảng câu hỏi khảo sát qua thư điện tử đến 300 doanh nghiệp với đối tượng là các chức danh quản lý trong doanh nghiệp như giám đốc, trưởng phòng, trưởng bộ phận hoặc các chức danh quản lý khác. Mẫu cho nghiên cứu sơ bộ định lượng có kích thước mẫu  $n = 300$ , được chọn theo cách lấy mẫu thuận tiện, phi xác suất. Bảng câu hỏi khảo sát dùng cho nghiên cứu định lượng sơ bộ là bảng câu hỏi được thiết kế dựa trên kết quả nghiên cứu phỏng vấn sâu hoàn thiện bảng câu hỏi khảo sát (phụ lục 6). Dữ liệu thu thập từ bảng câu hỏi khảo sát định lượng sơ bộ được xử lý bằng phần mềm SPSS 16.0 để đánh giá hệ số Cronbach's alpha và phân tích nhân tố khám phá EFA.

### 3.1.1.2. Nghiên cứu chính thức

Nghiên cứu chính thức sử dụng cách hỏi trực tiếp hoặc gửi bảng câu hỏi khảo sát qua thư điện tử đến 825 doanh nghiệp, với đối tượng phỏng vấn trực tiếp là các chức danh quản lý trong doanh nghiệp như giám đốc, trưởng phòng, trưởng bộ phận hoặc các chức danh quản lý khác. Bảng câu hỏi khảo sát dùng cho nghiên cứu chính thức là bảng câu hỏi được thiết kế dựa trên kết quả nghiên cứu sơ bộ được thể hiện tại phụ lục 7.

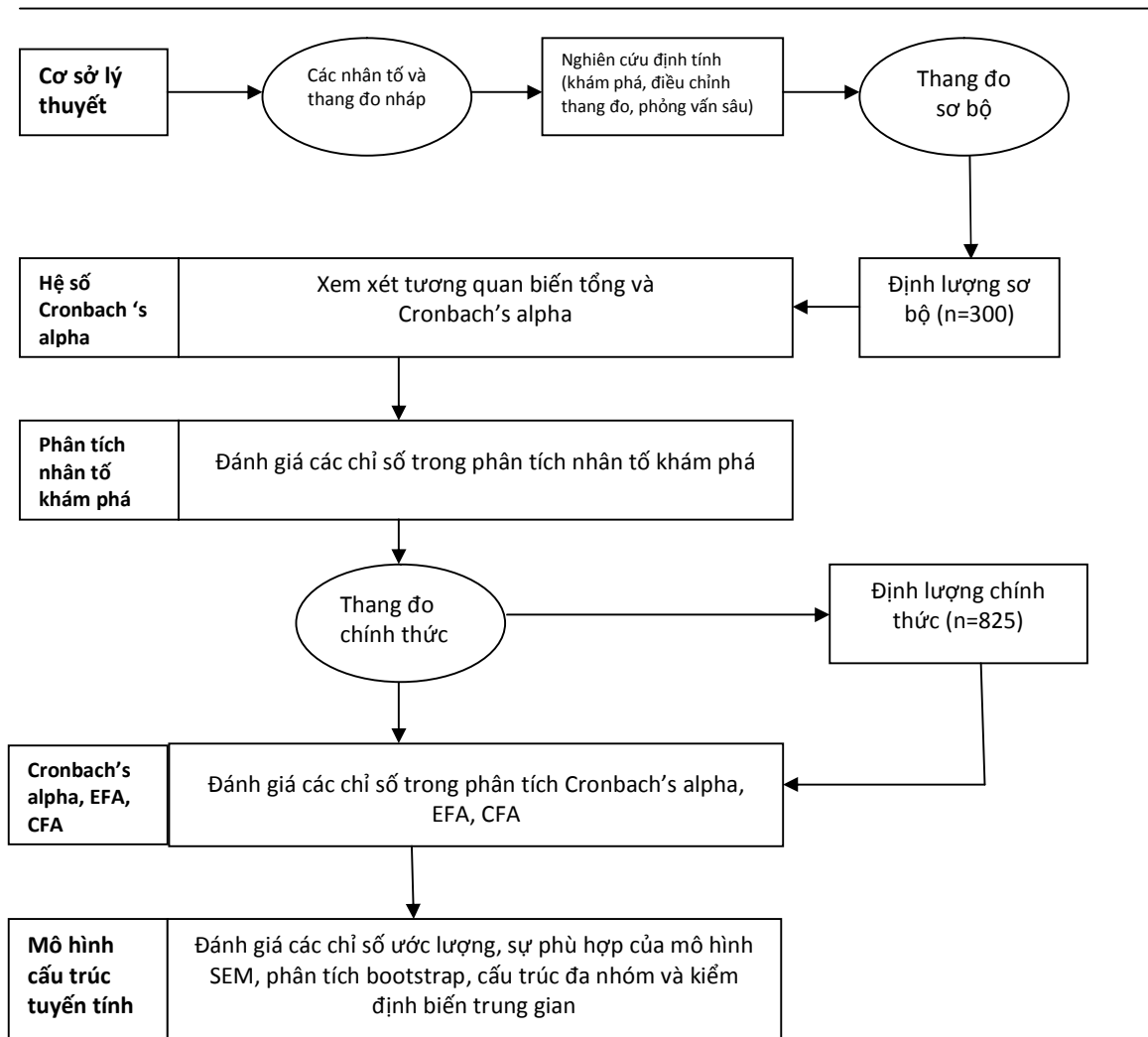
Mẫu cho nghiên cứu định lượng chính thức được chọn theo cách lấy mẫu thuận tiện, phi xác suất. Phần thu thập dữ liệu tỷ lệ sở hữu vốn nhà nước trong mẫu được thực hiện qua phương pháp nghiên cứu tại bàn. Tỷ lệ sở hữu vốn nhà nước được thu thập dựa vào các báo cáo tài chính đã qua kiểm toán, các báo cáo thường niên được công khai trên trang Web của doanh nghiệp và trên dữ liệu tài chính tổng hợp của công ty cổ phần Tài Việt (Vietstock).

Dữ liệu thu thập từ bảng câu hỏi khảo sát định lượng chính thức trước tiên được xử lý bằng phần mềm SPSS 16.0 để đánh giá hệ số Cronbach's alpha và phân tích nhân tố khám phá EFA. Sau đó, phân tích nhân tố khẳng định CFA (Confirmation Factor Analysis) và phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính SEM (Structural Equation Modeling) thông qua phần mềm AMOS (Analysis of Moment Structures) phiên bản 20.0 với phương pháp ước lượng ML (Maximum Likelihood) được sử dụng để kiểm định mô hình lý thuyết và các giả thuyết.

Phương pháp bootstrap để ước lượng lại các tham số của mô hình lý thuyết so với phương pháp ML nhằm khẳng định lại mức tin cậy của các ước lượng trong mô hình lý thuyết. Phân tích cấu trúc đa nhóm (Multigroup analysis) được thực hiện để kiểm định lại mối quan hệ giữa nhân tố sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa, theo cách chia nhóm có tỷ lệ vốn nhà nước nắm giữ  $\leq 49\%$  và nhóm có tỷ lệ vốn nhà nước nắm giữ  $\geq 51\%$ . Sau cùng, biến trung gian (Mediator) tinh thần làm chủ doanh nghiệp với ba thành phần thay mới chiến lược (Strategic renewal), mạo hiểm

(Venturing) và đổi mới (Innovativeness) được kiểm định trong mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa thực hiện bằng phần mềm AMOS 20.0.

### 3.1.2. Quy trình nghiên cứu



**Hình 3.1: Quy trình nghiên cứu**



## **Các bước của quy trình nghiên cứu**

### **Bước 1: Nghiên cứu định tính khám phá nhân tố, điều chỉnh thang đo và phỏng vấn sâu hoàn thiện bảng câu hỏi khảo sát.**

Trên cơ sở các lý thuyết cổ phần hóa, lý thuyết hội nhập, lý thuyết tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kết quả nghiên cứu của các nghiên cứu trước, các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa (phụ lục 3) và các thang đo lường được chuyển ngữ từ thang đo gốc (phụ lục 4) được đưa ra để thảo luận với các chuyên gia. Điều chỉnh thang đo trong nghiên cứu này được điều chỉnh từ các thang đo đã có dựa vào quy trình do Churchill (1979) đưa ra. Do có sự khác nhau về chính trị, văn hóa, mức độ phát triển kinh tế, môi trường, phương pháp tư nhân hóa trên thế giới và cổ phần hóa tại VN nên có thể các thang đo đã thiết lập chưa phù hợp với môi trường của VN. Vì vậy, các thang đo trên cần được điều chỉnh và bổ sung thông qua thảo luận nhóm, phỏng vấn sâu. Trên cơ sở này một tập hợp gồm 23 biến quan sát (phụ lục 5) được đưa ra để đo lường bốn khái niệm nghiên cứu, bao gồm sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, kỳ vọng hội nhập, tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kết quả kinh doanh.

### **Bước 2: Nghiên cứu sơ bộ**

Dựa trên kết quả điều chỉnh thang đo gốc ở bước 1, thang đo sơ bộ được đánh giá thông qua nghiên cứu sơ bộ định lượng với mẫu kích thước  $n = 300$ . Các thang đo này được điều chỉnh thông qua kỹ thuật phân tích hệ số tin cậy Cronbach's alpha và phương pháp phân tích nhân tố khám phá EFA. Sau những điều chỉnh này, hình thành thang đo chính thức để thiết kế bảng câu hỏi khảo sát sử dụng cho chương trình nghiên cứu chính thức.

### **Kỹ thuật phân tích hệ số tin cậy Cronbach's alpha**

Khi đánh giá thang đo, chúng ta cần sử dụng hệ số Cronbach's alpha để loại các biến không phù hợp trước khi sử dụng EFA, cách làm này để khắc phục tình trạng các biến rác có thể tạo ra các nhân tố giả. Cronbach's alpha là hệ số được sử dụng phổ biến nhất để đánh giá độ tin cậy thang đo. Hệ số này đo lường

tính nhất quán của các biến quan sát trong cùng một thang đo để đo lường cùng một khái niệm nghiên cứu (Nguyễn Đình Thọ & Nguyễn Thị Mai Trang, 2011).

Nhiều nhà nghiên cứu cho rằng hệ số Cronbach's alpha từ 0,8 trở lên gần đến 1 là thang đo tốt (Nunnally & Bernstein, 1994); từ 0,7 đến gần 0,8 là sử dụng được (Peterson, 1994). Hệ số Cronbach's alpha từ 0,6 trở lên là có thể sử dụng được trong trường hợp khái niệm nghiên cứu là những khái niệm mới trong các thị trường mới (Slater, 1995).

Khi kiểm tra từng biến quan sát, sử dụng hệ số tương quan giữa tổng và biến (item – total correlation). Nếu một biến đo lường có hệ số tương quan này lớn hơn hay bằng 0,3 thì biến đó đạt yêu cầu (Nunnally & Bernstein, 1994).

### **Phương pháp phân tích nhân tố khám phá EFA**

Khi sử dụng EFA để đánh giá thang đo, về nguyên tắc chúng ta phải tiến hành cho tất cả các biến quan sát đo lường các khái niệm để phân tích cùng một lúc. Tuy nhiên, chúng ta có thể phân tích cho từng khái niệm một và kiểm tra lại bằng cách phân tích chung cho tất cả các khái niệm. Cách làm này cũng nhằm mục đích loại một số biến quan sát có thể tạo nên các yếu tố giả.

Các biến quan sát có trọng số tải nhân tố (factor loading) nhỏ hơn 0,4 trong phân tích EFA sẽ tiếp tục bị loại bỏ (Anderson & Gerbing, 1988) và kiểm tra tổng phương sai trích lớn hơn 50%. Các biến còn lại sẽ là thang đo hoàn chỉnh được dùng tiếp cho nghiên cứu định lượng chính thức. Phương pháp trích hệ số sử dụng là Principal components với phép quay Varimax và điểm dừng khi trích các yếu tố có Eigenvalue = 1. Thang đo được chấp nhận khi tổng phương sai trích bằng hoặc lớn hơn 50% (Anderson & Gerbing, 1988).

### **Bước 3: Nghiên cứu định lượng chính thức**

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu sơ bộ hình thành thang đo sơ bộ, nghiên cứu này được thực hiện để kiểm định thang đo chính thức, mô hình đo lường, mô hình nghiên cứu và các giả thuyết nghiên cứu.

Phân tích hệ số tin cậy Cronbach's alpha và phân tích nhân tố khám phá EFA được sử dụng thêm lần nữa để đánh giá với mẫu của nghiên cứu chính thức. Tuy nhiên, trong phương kỹ thuật phân tích EFA trong nghiên cứu chính thức sẽ không dừng lại như trong nghiên cứu định lượng sơ bộ, nên phương pháp trích hệ số sử dụng là Principal components với phép quay Varimax được thay bằng phương pháp Principal axis factoring với phép xoay Promax. Do trong nghiên cứu chính thức, sau khi phân tích EFA sẽ tiếp tục phân tích nhân tố khẳng định CFA và phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính SEM nên cần phải quan tâm đến cấu trúc thang đo, và phương pháp Principal axis factoring với phép xoay Promax sẽ phù hợp hơn (Anderson & Gerbing, 1988).

Phương pháp phân tích yếu tố khẳng định CFA được dùng để kiểm định thang đo, kiểm tra độ thích hợp của mô hình đo lường, tính đơn hướng, giá trị hội tụ, giá trị phân biệt của các khái niệm, phương pháp phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính (SEM) được sử dụng để kiểm định độ thích ứng của mô hình lý thuyết và kiểm định các giả thuyết nghiên cứu.

Phương pháp bootstrap được sử dụng để ước lượng lại các tham số của mô hình đã được ước lượng bằng phương pháp ML. Phương pháp phân tích cấu trúc đa nhóm (Multigroup Analysis) được thực hiện để kiểm định mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa theo nhóm tỷ lệ vốn nhà nước  $\leq 49\%$  và nhóm tỷ lệ vốn nhà nước  $\geq 51\%$ . Sau cùng, kiểm định biến trung gian tinh thần làm chủ doanh nghiệp được thực hiện để xác định mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.

## **3.2. Điều chỉnh thang đo các khái niệm nghiên cứu**

### **3.2.1. Các thang đo gốc**

Tác giả thu thập thang đo gốc từ các nghiên cứu trước có liên quan. Các thang đo gốc được thể hiện qua bảng 3.1.

**Bảng 3.1: Tổng hợp các thang đo gốc**

STT	Nhân tố (Latent variables)	Phát biểu (Original statement)	Nguồn (Ref)
1	<b>Kỳ vọng hội nhập (Expected Integration)</b>	1. Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp chúng tôi sẽ tốt hơn khi VN gia nhập WTO. 2. Chúng tôi kỳ vọng rằng VN gia nhập WTO sẽ giúp chúng tôi có nhiều đối tác mới. 3. Chúng tôi kỳ vọng rằng VN gia nhập WTO sẽ giúp chúng tôi có thị trường mới.	Tho & Trang, (2011), p.720.
2	<b>Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu (Change of Ownership Structure)</b>	Khi cổ phần hóa: 1. Các cổ đông ngoài nhà nước nên là cổ đông lớn. 2. Chính phủ không nên là cổ đông lớn. 3. Chính phủ không nên có vai trò là cổ đông.	Immaculate & et al., (2011), p.255.
3	<b>Tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Corporate Entrepreneurship)</b>	Công ty chúng tôi... 1. Tăng cường đầu tư cho nghiên cứu và phát triển. 2. Duy trì các công cụ cần thiết cho nghiên cứu và phát triển. 3. Giới thiệu nhiều sản phẩm mới ra thị trường. 4. Có nhiều sáng chế hơn các đối thủ cạnh tranh. 5. Tiên phong phát triển vượt trội qua sự đổi mới. 6. Đã tham gia vào nhiều lĩnh vực mới. 7. Chú ý đến tầm quan trọng của việc mở rộng hoạt động quốc tế. 8. Đã tham gia vào nhiều lĩnh vực khác nhau. 9. Tài trợ cho nhiều hoạt động đầu tư mạo hiểm. 10. Tập trung cải thiện kết quả kinh doanh hiện tại hơn việc gia nhập ngành mới. 11. Đã loại bỏ được nhiều đơn vị không mang lại lợi nhuận.	Zahra, (1996), p.1723.

		<p>12. Thay đổi cách tiếp cận cạnh tranh cho các đơn vị thành viên.</p> <p>13. Tiên phong nhiều chương trình cải thiện chất lượng sản phẩm.</p> <p>14. Tái tổ chức các hoạt động để đảm bảo sự tăng cường hợp tác và giao tiếp giữa các đơn vị.</p>	
4	<b>Kết quả kinh doanh (Performance)</b>	<p>1. Chúng tôi đạt được thành tựu về lợi nhuận như mong muốn.</p> <p>2. Chúng tôi đạt được thành tựu về tăng trưởng.</p> <p>3. Chúng tôi đạt được thành tựu về chiếm lĩnh thị trường.</p> <p>4. Chúng tôi đã và đang phát triển thị trường như mong muốn.</p> <p>5. Chúng tôi đã và đang phát triển sản phẩm và dịch vụ mới.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tiêu chí đo lường của Keh et al., (2007), p.604;</li> <li>▪ Quan điểm đo lường của Murphy &amp; et al., 1996;</li> <li>▪ Phát biểu của Tho &amp; Trang, (2011), p.720.</li> </ul>

*Nguồn: Tổng hợp và chuyển ngữ của tác giả*

### 3.2.2. Điều chỉnh các thang đo

Theo mô hình lý thuyết được thể hiện ở hình 2.1, có bốn khái niệm nghiên cứu được xem xét trong mô hình, Trong đó, có ba khái niệm đơn hướng (unidimensional constructs) là kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa và một khái niệm đa hướng (multidimensional construct) là tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Corporate entrepreneurship), bao gồm ba thành phần thay mới chiến lược (Strategic renewal), mạo hiểm (Venturing) và đổi mới (Innovativeness).

Trên cơ sở lý thuyết cổ phần hóa, lý thuyết hội nhập kinh tế và phỏng vấn chuyên gia khi nghiên cứu sơ bộ định tính trong ngữ cảnh môi trường cổ phần hóa tại Việt Nam, các thang đo được điều chỉnh cho phù hợp với thực tế, tất cả

các thang đo đơn hướng và đa hướng được đo lường dưới dạng thang đo Likert với 7 mức độ, trong đó 1: hoàn toàn không hài lòng và 7: hoàn toàn hài lòng.

### **3.2.2.1. Thang đo kỳ vọng hội nhập (Expected Integration)**

Sự ra đời và phát triển của kinh tế thị trường đã thúc đẩy quá trình hội nhập, hội nhập diễn ra dưới nhiều hình thức, cấp độ, trên nhiều lĩnh vực khác nhau, đã và đang tiếp tục phát triển mạnh mẽ tại nhiều quốc gia và Việt Nam cũng không phải ngoại lệ. Doanh nghiệp cổ phần hóa kỳ vọng vào hội nhập sẽ giúp có điều kiện tiếp cận nhiều nhà đầu tư chiến lược lớn đến từ nhiều quốc gia, thu hút vốn và kỹ thuật công nghệ hiện đại để hỗ trợ quá trình quốc tế hóa doanh nghiệp. Dựa trên lý thuyết hội nhập kinh tế (Viner, 1950), tổng kết những hiệu ứng động của những lý luận về hội nhập kinh tế (El-Agraa, 1999), kế thừa thang đo kỳ vọng hội nhập WTO (Tho & Trang, 2011), đồng thời kết hợp với quá trình hội nhập quốc tế của Việt Nam trong những năm qua, tác giả đề xuất thang đo kỳ vọng hội nhập gồm 3 biến quan sát (phụ lục 4).

Thông qua thảo luận nhóm và phỏng vấn sâu, các đối tượng tham gia thống nhất 3 biến quan sát của thang đo kỳ vọng hội nhập do tác giả đưa ra nhưng có điều chỉnh ngữ nghĩa cho phù hợp với môi trường cổ phần hóa tại Việt Nam, cụ thể:

- Phát biểu “Chúng tôi kỳ vọng DN chúng tôi sẽ tốt hơn khi VN gia nhập WTO” được chuyển thành “Chủ trương hội nhập của VN trong những năm qua đã giúp công ty chúng tôi tìm kiếm được nhiều nhà đầu tư chiến lược”.
- Phát biểu “Chúng tôi kỳ vọng rằng Việt Nam gia nhập WTO sẽ giúp chúng tôi có nhiều đối tác mới” được chuyển thành “Chủ trương hội nhập của Việt Nam trong những năm qua đã giúp công ty chúng tôi tìm được nhiều đối tác kinh doanh mới”.
- Phát biểu “Chúng tôi kỳ vọng rằng VN gia nhập WTO sẽ giúp chúng tôi có thị trường mới” được thay thế bằng phát biểu “Chủ trương hội nhập của Việt

Nam trong những năm qua đã giúp việc kinh doanh của công ty chúng tôi thuận lợi hơn”.

**Bảng 3.2: Thang đo kỳ vọng hội nhập**

Items	Kỳ vọng hội nhập (Expected Integration)	Tham khảo (Adopted)
	Chủ trương hội nhập của VN trong thời gian qua đã giúp	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Lý thuyết hội nhập kinh tế (Viner, 1950); El-Agraa, 1999)</li> <li>▪ Thọ &amp; Trang, (2011);</li> <li>▪ PV chuyên gia (Phụ lục 4).</li> </ul>
1	Công ty chúng tôi tìm kiếm được nhiều nhà đầu tư chiến lược.	
2	Công ty chúng tôi tìm được nhiều đối tác kinh doanh mới.	
3	Việc kinh doanh của công ty chúng tôi thuận lợi hơn.	

*Nguồn: Điều chỉnh từ nghiên cứu định tính của tác giả*

### 3.2.2.2. Thang đo sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu (Change of Ownership Structure)

Nhiều nghiên cứu trước đều cho rằng cơ cấu loại hình sở hữu của doanh nghiệp là vấn đề cốt lõi tác động đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa. Tùy thuộc vào sự thay đổi cấu trúc sở hữu, tỷ lệ nắm giữ cổ phần trong công ty của từng loại hình sở hữu mà có thể gây tác động tích cực hoặc tiêu cực đến kết quả kinh doanh. Dựa trên nền tảng lý thuyết về quyền sở hữu, lý thuyết lựa chọn công, lý thuyết người đại diện, nguyên lý quản trị của OECD và kế thừa thang đo lường từ nghiên cứu trước của Immaculate et al., (2011), kết hợp với thực trạng sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu khi cổ phần hóa tại Việt Nam, tác giả đề xuất thang đo sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu gồm 3 biến quan sát (phụ lục 4).

Thông qua thảo luận nhóm và phỏng vấn sâu, các đối tượng tham gia thống nhất thang đo sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu gồm 3 biến quan sát. Tuy nhiên, có sự điều chỉnh ngữ nghĩa cho phù hợp với môi trường cổ phần hóa tại Việt Nam, cụ thể như sau:

- Phát biểu “Khi cổ phần hóa, các cổ đông ngoài nhà nước nên là cổ đông lớn” được chuyển thành “Khi cổ phần hóa, cổ đông nước ngoài nên là cổ đông lớn”.

- Phát biểu “Khi cổ phần hóa, chính phủ không nên là cổ đông lớn” được chuyển thành “Khi cổ phần hóa, cổ đông tổ chức ngoài nhà nước nên là cổ đông lớn”.
- Phát biểu “Khi cổ phần, chính phủ không nên có vai trò là cổ đông” được chuyển thành “Khi cổ phần hóa, nhà nước nên giảm vai trò là cổ đông”.

**Bảng 3.3: Thang đo sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu**

Khi cổ phần hóa:

Items	Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu (Change of Ownership Structure)	Tham khảo (Adopted)
	Khi cổ phần hóa	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Immaculate &amp; ctg, (2011);</li> <li>▪ Quy tắc quản trị công ty của OECD;</li> <li>▪ PV chuyên gia (Phụ lục 4).</li> </ul>
1	Cổ đông nước ngoài nên là cổ đông lớn.	
2	Cổ đông tổ chức ngoài nhà nước nên là cổ đông lớn.	
3	Nhà nước nên giảm vai trò là cổ đông.	

*Nguồn: Điều chỉnh từ nghiên cứu định tính của tác giả*

### 3.2.2.3. Thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Corporate Entrepreneurship)

Nguyen (2015) nghiên cứu về quản trị doanh nghiệp, Corporate entrepreneurship và cổ phần hóa tại Việt Nam; Yiu et al., (2007) và Yiu et Lau (2008), hai công trình nghiên cứu nghiên cứu về Corporate entrepreneurship tại Trung Quốc vốn có nền kinh tế đang chuyển đổi khá tương đồng với Việt Nam, cho rằng khái niệm và cách đo lường Entrepreneurship trong doanh nghiệp theo quan điểm của Zahra (1991; 1993; 1996) và Zahra et al., (2006) tập trung vào những nghiệp thay đổi thật sự xảy ra trong doanh nghiệp liên quan đến việc tạo ra cái mới trong kinh doanh hay định hình lại (reconfiguration) một doanh nghiệp hiện hữu (Sharma & Chrisman, 1999), tái tổ chức doanh nghiệp để khuyến khích sự mạo hiểm, đổi mới sáng tạo và mở đầu cho sự thay đổi của hệ thống, nên được sử dụng phù hợp trong ngữ cảnh cổ phần hóa hơn so với cách đo lường của Covin & Slevin (1991) với thuật ngữ Entrepreneurial orientation. Trên cơ sở đó, để đo lường mức độ Entrepreneurship của các doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt



Nam, tác giả đã tham khảo thang đo gốc của Zahra (1996) với 14 biến quan sát, bao gồm 4 biến quan sát của thành phần thay mới chiến lược, 5 biến quan sát của thành phần mạo hiểm, 5 biến quan sát của thành phần đổi mới, tham khảo kết quả điều chỉnh thang đo Corporate entrepreneurship của Nguyen (2015) với 11 biến quan sát và Yiu et al., (2007) với 14 biến quan sát được nghiên cứu tại các doanh nghiệp Trung Quốc vốn có nền kinh tế khá tương đồng với nền kinh tế đang chuyển đổi của Việt Nam. Sau đó, tác giả thực hiện nghiên cứu định tính với 7 chuyên gia trong lĩnh vực cổ phần hóa (phụ lục 4) để điều chỉnh thang đo Corporate entrepreneurship cho phù hợp với thực trạng cổ phần hóa tại Việt Nam, kết quả nghiên cứu có 12 biến quan sát với ba thành phần thay mới chiến lược (4 biến quan sát); mạo hiểm (4 biến quan sát); đổi mới (4 biến quan sát). Do sự khác biệt về ngôn ngữ và cách diễn đạt nên qua quá trình phỏng vấn định tính, các thang đo được điều chỉnh cho phù hợp với ngôn ngữ và môi trường cổ phần hóa tại Việt Nam, cụ thể như sau:

#### **Thành phần thay mới chiến lược (Strategic Renewal)**

- Phát biểu “Công ty chúng tôi đã loại bỏ được nhiều đơn vị không mang lại lợi nhuận” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi loại bỏ các việc kinh doanh không có lợi nhuận”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi thay đổi cách tiếp cận cạnh tranh cho các đơn vị thành viên” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi thay đổi chiến lược để cạnh tranh”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi tiên phong nhiều chương trình thiện chất lượng sản phẩm” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi tiên phong nhiều chương trình cải thiện chất lượng sản phẩm”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi tái tổ chức các hoạt động để đảm bảo sự tăng cường hợp tác và giao tiếp giữa các đơn vị” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi tái tổ chức các hoạt động để đảm bảo sự tăng cường hợp tác và giao tiếp giữa các đơn vị”.

### **Thành phần mạo hiểm (Venturing)**

- Phát biểu “Công ty chúng tôi đã tham gia vào nhiều lĩnh vực khác nhau” và phát biểu “Công ty chúng tôi tập trung cải thiện kết quả kinh doanh hiện tại hơn việc gia nhập ngành mới”. Với hai phát biểu này, các chuyên gia thống nhất cho rằng trong thang đo gốc có sự trùng lặp, cách diễn đạt chưa phù hợp với môi trường cổ phần hóa Việt Nam, đặc biệt là nội dung liên quan đến cải thiện kết quả kinh doanh chưa phù hợp ở thang đo này, nên chuyển thành một phát biểu duy nhất là “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi đầu tư vào nhiều lĩnh vực mới”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi đã tham gia vào nhiều lĩnh vực mới” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi đa dạng hóa nhiều lĩnh vực mới tại Việt Nam”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi chú ý đến tầm quan trọng của việc mở rộng hoạt động quốc tế” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi mở rộng hoạt động quốc tế mạnh mẽ”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi tài trợ cho nhiều hoạt động đầu tư mạo hiểm” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi tài trợ nhiều dự án khởi nghiệp”.

### **Thành phần đổi mới (Innovativeness)**

- Phát biểu “Công ty chúng tôi tăng cường đầu tư cho nghiên cứu và phát triển” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi chi nhiều tiền cho hoạt động nghiên cứu và phát triển R&D”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi giới thiệu nhiều sản phẩm mới ra thị trường” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi giới thiệu nhiều sản phẩm mới ra thị trường”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi duy trì các công cụ cần thiết cho nghiên cứu và phát triển” và phát biểu “Công ty chúng tôi có nhiều sáng chế hơn các đối thủ cạnh tranh”. Với hai phát biểu này, các chuyên gia đồng ý cho rằng có sự trùng lặp liên quan nội dung nghiên cứu và phát triển, nên đề nghị chuyển thành một

phát biểu duy nhất là “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi tiên phong phát triển sản phẩm mới vào thị trường và tại VN”.

- Phát biểu “Công ty chúng tôi tiên phong phát triển vượt trội qua sự đổi mới” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi sử dụng các giải pháp kỹ thuật công nghệ vượt trội”.

**Bảng 3.4: Thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp**

Thành phần	Biến quan sát	Tham khảo (Adopted)
Thay mới chiến lược (Strategic Renewal)	<b>Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi:</b>	Zahra (1996); Nguyen (2015); Yiu et al., (2007)
	Loại bỏ các việc kinh doanh không có lợi nhuận.	
	Tái tổ chức các hoạt động để đảm bảo sự tăng cường hợp tác và giao tiếp giữa các đơn vị.	
	Tiên phong nhiều chương trình cải thiện chất lượng sản phẩm.	
Thay đổi chiến lược để cạnh tranh.		
Mạo hiểm (Venturing)	Đầu tư vào nhiều lĩnh vực mới.	
	Đa dạng hóa nhiều lĩnh vực mới tại Việt Nam	
	Mở rộng hoạt động quốc tế mạnh mẽ.	
	Tài trợ nhiều dự án khởi nghiệp	
Đổi mới (Innovativeness)	Chi nhiều tiền cho hoạt động nghiên cứu và phát triển R&D.	
	Giới thiệu nhiều sản phẩm mới ra thị trường.	
	Tiên phong phát triển sản phẩm mới vào thị trường và tại VN.	
	Sử dụng các giải pháp kỹ thuật công nghệ vượt trội.	

*Nguồn: Điều chỉnh từ nghiên cứu định tính của tác giả*

#### 3.2.2.4. Thang đo kết quả kinh doanh (Performance)

Có nhiều quan điểm đánh giá kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, trong đó đánh giá theo mức độ đạt được mục của doanh nghiệp được thể hiện qua lợi nhuận mong muốn, tốc độ tăng trưởng, phát triển thị trường mới, sản phẩm mới và khả năng chiếm lĩnh thị phần của doanh nghiệp (Cyert & March, 1992) được chấp nhận rộng rãi. Dựa trên quan điểm đo lường của Shirley (1992) về hiệu quả tĩnh (Static efficiency) và hiệu quả động (Dynamic efficiency) của doanh nghiệp cổ phần hóa; phương pháp đo lường theo mức độ cảm nhận của Murphy & et al., 1996; tiêu chí đo lường của Keh et al., (2007), Boubakri & Cosset (2004);

Megginson, Nash & Randenborgh (1994); D'Souza & Megginson (1999); cách phát biểu của Tho & Trang (2011) về thang đo mức độ cảm nhận, tác giả đề xuất thang đo kết quả kinh doanh gồm 5 biến quan sát (phụ lục 4).

Thông qua thảo luận nhóm và phỏng vấn sâu, các đối tượng tham gia thống nhất thang đo kết quả kinh doanh gồm 5 biến quan sát. Tuy nhiên, có điều chỉnh về cách phát biểu cho phù hợp với môi trường cổ phần hóa tại Việt Nam, cụ thể như sau:

- Phát biểu “Chúng tôi đạt được thành tựu về lợi nhuận như mong muốn” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi đạt được lợi nhuận (ROS) mong muốn”. Trong phát biểu này, các chuyên gia đều đồng ý với quan điểm của Sun & Tong (2003), lợi nhuận được xác định rõ hơn trên cơ sở đo lường chỉ số ROS, do chỉ số ROS phản ánh thực chất hơn kết quả hoạt động kinh doanh của công ty cổ phần hóa so với chỉ số ROA và ROE. Vì khi cổ phần hóa tài sản và vốn cổ phần trong doanh nghiệp thường có xu hướng tăng lên nhanh.
- Phát biểu “Chúng tôi đạt được thành tựu về tăng trưởng” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi đạt được tốc độ tăng trưởng tốt”.
- Phát biểu “Chúng tôi đạt được thành tựu về chiếm lĩnh thị trường” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi có thêm thị trường mới”.
- Phát biểu “Chúng tôi đã và đang phát triển thị trường như mong muốn” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi phát triển thêm sản phẩm mới”.
- Phát biểu “Chúng tôi đã và đang phát triển sản phẩm và dịch vụ mới” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi thu nhập người lao động tăng”. Riêng biến quan sát này, các chuyên gia đều đồng ý rằng lấy nội dung thu nhập người lao động để đánh giá kết quả kinh doanh của DN cổ phần hóa theo tiêu chí đo lường của Megginson, Nash & Randenborgh (1994) sẽ tốt hơn so với nội dung đo lường tính mới về phát triển sản phẩm và dịch vụ.

**Bảng 3.5: Thang đo kết quả kinh doanh**

Items	Kết quả kinh doanh (Performance)	Tham khảo (Adopted)
Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi:		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Keh et al., (2007);</li> <li>▪ Murphy &amp; et al., 1996;</li> <li>▪ Gupta &amp; Govindarajan (1984).</li> </ul>
1	Đạt được lợi nhuận (ROS) mong muốn.	
2	Đạt được tốc độ tăng trưởng tốt.	
3	Có thêm thị trường mới.	
4	Phát triển thêm sản phẩm mới.	
5	Thu nhập người lao động tăng.	

*Nguồn: Điều chỉnh từ nghiên cứu định tính của tác giả*

### 3.2.2.5. Thiết kế bảng câu hỏi điều tra sơ bộ

Trên cơ sở những thang đo được mô tả trên đây, bảng câu hỏi khảo sát điều tra sơ bộ được hình thành. Tuy nhiên, trước khi khảo sát sơ bộ, tác giả thực hiện nghiên cứu phỏng vấn sâu hoàn thiện bảng câu hỏi khảo sát, sao cho bảng câu hỏi thật ngắn gọn và dễ hiểu với tất cả các đối tượng được hỏi. Kết quả có điều chỉnh bốn phát biểu về mặt diễn đạt ngôn ngữ. Cụ thể, bốn phát biểu được điều chỉnh thuộc thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp, cụ thể như sau:

- Phát biểu “Tài trợ nhiều dự án khởi nghiệp” của thành phần mạo hiểm (Venturing) nên thêm chữ (Start up) để tránh sự nhầm lẫn giữa khởi nghiệp và lập nghiệp.

- Phát biểu “Tiên phong nhiều chương trình cải thiện chất lượng sản phẩm” của thành phần thay mới chiến lược (Strategic renewal); “Giới thiệu nhiều sản phẩm mới ra thị trường”; “Tiên phong phát triển sản phẩm mới vào thị trường và tại VN” của thành phần đổi mới (Innovativeness) nên điều chỉnh chữ “sản phẩm” thành “sản phẩm/dịch vụ”. Vì chữ sản phẩm dễ nhầm lẫn với sản phẩm hữu hình đối với các doanh nghiệp sản xuất, các phát biểu còn lại được giữ nguyên (Phụ lục 5). Sau cùng, bảng câu hỏi khảo sát sơ bộ với 23 phát biểu để đo lường bốn khái niệm nghiên cứu trong mô hình được hình thành (Phụ lục 6).

### 3.3. Điều tra sơ bộ đánh giá thang đo

#### 3.3.1. Mô tả chương trình điều tra và mẫu điều tra

Chương trình nghiên cứu sơ bộ bằng phương pháp định lượng được thực hiện với số phiếu phát ra là 300, số phiếu thu về 120, đạt tỷ lệ 40%.

Mẫu khảo sát là các doanh nghiệp thuộc địa bàn Tp.HCM và Đồng Nai.

#### Đối tượng phỏng vấn

Đối tượng được hỏi trực tiếp là các chức danh quản lý trong doanh nghiệp nhà nước đã thực hiện chuyển đổi thành công ty cổ phần như giám đốc, phó giám đốc, trưởng phòng ban, trưởng bộ phận hoặc các chức danh quản lý khác. Đây là những đối tượng có thể đại diện để cung cấp thông tin cho nghiên cứu.

#### Phương pháp điều tra

Phỏng vấn trực tiếp đối tượng điều tra hoặc gửi e-mail trực tiếp bằng câu hỏi đến đối tượng cần khảo sát.

**Thời gian thực hiện điều tra:** Từ ngày 1/12/2016 đến 1/03/2017.

#### 3.3.2. Kết quả thống kê mô tả

Cơ cấu các doanh nghiệp cổ phần hóa được điều tra trong khảo sát sơ bộ được thể hiện bằng bảng thống kê mô tả (Bảng 3.7)

**Bảng 3.7: Thống kê mô tả lĩnh vực hoạt động**

STT	Lĩnh vực hoạt động	Số lượng
1	Sản xuất công nghiệp	28
2	Xây dựng	7
3	Vận tải	6
4	Thực phẩm, đồ uống	19
5	Bất động sản	12
6	Dược phẩm	7
7	Dịch vụ hỗ trợ	4
8	Trồng trọt	5
9	Lĩnh vực khác	32
<b>Tổng</b>		<b>120</b>

*Nguồn: Tổng hợp từ số liệu khảo sát của tác giả*

### 3.3.3. Đánh giá sơ bộ độ tin cậy của thang đo

Như đã trình bày ở chương 2, thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp (ENP) gồm ba thành phần, (1) thành phần thay mới chiến lược (Strategic renewal) được đo lường bằng bốn biến quan sát (từ ENP1 đến ENP4); (2) thành phần mạo hiểm (Venturing) được đo lường bằng bốn biến quan sát (từ ENP5 đến ENP8); (3) thành phần đổi mới (Innovativeness) được đo lường bằng bốn biến quan sát (từ ENP9 đến ENP12). Thang đo kỳ vọng hội nhập (EI) được đo lường bằng ba biến quan sát (EI1, EI2, EI4). Thang đo sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu được đo lường bằng ba biến quan sát (OS1, OS5, OS6). Thang đo kết quả kinh doanh được đo lường bằng năm biến quan sát (từ P1 đến P5). Tổng cộng có tất cả là 23 biến quan sát trong bảng câu hỏi khảo sát của nghiên cứu định lượng sơ bộ.

#### Kết quả đánh giá độ tin cậy của thang đo

Kết quả đánh giá độ tin cậy của thang đo bằng hệ số Cronbach's alpha và hệ số tương quan biến tổng được diễn giải dưới đây:

**Bảng 3.8: Cronbach's alpha tinh thần làm chủ doanh nghiệp (ENP)**

Biến quan sát	Trung bình thang đo nếu loại biến	Phương sai thang đo nếu loại biến	Tương quan biến-tổng	Cronbach's alpha nếu loại biến này
<b>Thay mới chiến lược: Cronbach's alpha = 0,863</b>				
ENP1	13,88	15,701	0,770	0,800
ENP2	13,49	15,613	0,778	0,796
ENP3	13,64	17,442	0,656	0,847
ENP4	13,66	17,773	0,642	0,852
<b>Mạo hiểm: Cronbach's alpha = 0,853</b>				
ENP5	11,41	17,235	0,638	0,838
ENP6	11,69	17,862	0,722	0,803
ENP7	11,86	18,610	0,674	0,822
ENP8	11,12	15,432	0,760	0,784
<b>Đổi mới: Cronbach's alpha = 0,796</b>				
ENP9	12,16	18,101	0,581	0,757
ENP10	11,31	16,669	0,605	0,747
ENP11	11,62	16,810	0,621	0,738
ENP12	11,82	18,050	0,626	0,737

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát sơ bộ của tác giả*

Kết quả Cronbach' alpha cho thấy các thang đo thành phần của khái niệm tinh thần làm chủ doanh nghiệp đều đạt độ tin cậy. Các hệ số tương quan biến – tổng đều cao (nhỏ nhất là ENP9 = 0,581 và lớn nhất là ENP2 = 0,778). Cronbach's alpha của các thang đo đều cao, cụ thể, Cronbach's alpha của nhân tố thay mới chiến lược là 0,863; nhân tố mạo hiểm là 0,853; nhân tố đổi mới là 0,796 (Bảng 3.8), (các kết quả chi tiết khác xem phụ lục 8.1). Vì vậy, tất cả các biến quan sát này sẽ được sử dụng trong phân tích nhân tố khám phá EFA.

**Bảng 3.9: Cronbach's alpha kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc sở hữu và kết quả kinh doanh.**

Biến quan sát	Trung bình thang đo nếu loại biến	Phương sai thang đo nếu loại biến	Tương quan biến-tổng	Cronbach's alpha nếu loại biến này
<b>Kỳ vọng hội nhập (EI): Cronbach's alpha = 0,793</b>				
EI1	7,84	9,008	0,623	0,732
EI2	8,56	8,198	0,679	0,671
EI4	8,25	8,391	0,607	0,651
<b>Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu (OS): Cronbach's alpha = 0,811</b>				
OS1	6,30	8,195	0,621	0,780
OS5	6,78	7,415	0,682	0,717
OS6	6,53	6,990	0,682	0,719
<b>Kết quả kinh doanh (P): Cronbach's alpha = 0,875</b>				
P1	13,78	21,011	0,763	0,835
P2	14,15	23,204	0,574	0,878
P3	13,88	19,595	0,734	0,842
P4	13,76	21,513	0,750	0,839
P5	14,00	20,588	0,714	0,847

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát sơ bộ của tác giả*

Kết quả Cronbach's alpha cho thấy các thang đo của khái niệm kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, kết quả kinh doanh đều đạt độ tin cậy. Các hệ số tương quan biến – tổng đều cao (nhỏ nhất là P2 = 0,574 và lớn nhất là P1 = 0,763). Cronbach's alpha của các thang đo đều cao, cụ thể, Cronbach's alpha của nhân tố kỳ vọng hội nhập là 0,793; của nhân tố sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu là 0,811; của nhân tố kết quả kinh doanh là 0,875 (Bảng 3.9) (các kết quả



chi tiết khác xem phục lục 8.1). Vì vậy, tất cả các biến quan sát này sẽ được sử dụng trong phân tích nhân tố khám phá EFA.

### **3.3.4. Đánh giá giá trị thang đo bằng phân tích nhân tố khám phá EFA**

#### **EFA cho thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp (ENP)**

Trước khi thực hiện phân tích nhân tố khám phá, cần kiểm định điều kiện thực hiện phân tích này, thông thường, kiểm định KMO (Kaiser-Meyer-Olkin) và Bartlett's test thường được dùng để kiểm định điều kiện cần và đủ khi thực hiện EFA. KMO là một chỉ tiêu dùng để xem xét sự thích hợp của EFA,  $0,5 \leq KMO \leq 1$  thì phân tích nhân tố là thích hợp. Kiểm định Bartlett's test xem xét giả thuyết  $H_0$ : độ tương quan giữa các biến quan sát bằng không trong tổng thể. Nếu kiểm định này có ý nghĩa thống kê (Sig.  $\leq 0,5$ ) thì các biến quan sát có tương quan với nhau trong tổng thể (Hoàng Trọng & Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2008). Kết quả kiểm định cho thấy  $KMO = 0,868$  và  $Sig. = 0,000$  thể hiện mức ý nghĩa cao, như vậy, phù hợp để thực hiện EFA cho nhân tố tinh thần làm chủ DN.

Bảng 3.10 cho thấy với thang đo đa hướng tinh thần làm chủ doanh nghiệp, có ba nhân tố được trích giống như dự kiến ban đầu của mô hình lý thuyết, với tổng phương sai trích là  $68,919 > 50\%$ . Tức là phần chung của thang đo đóng góp vào các khái niệm tinh thần làm chủ doanh nghiệp lớn hơn phần riêng và sai số. Điều này chứng tỏ các thang đo này giải thích tốt khái niệm nghiên cứu liên quan giữa các nhân tố thay mới chiến lược, mạo hiểm, đổi mới của doanh nghiệp cổ phần hóa. Các biến trong các thang đo có mức tải nhân tố biến thiên từ 0,439 đến 0,841 đều đạt yêu cầu  $> 0,4$ . Tuy nhiên, xét thêm mức chênh lệch trong mức tải nhân tố lên nhân tố mà biến đó nhóm vào so với mức tải nhân tố lên các nhân tố khác, thì một biến quan sát ENP1 có chênh lệch mức tải nhân tố  $< 0,3$  nên bị loại.

Sau khi loại biến quan sát này ra khỏi thang đo, kết quả phân tích EFA của thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Bảng 3.11) cho thấy giá trị các thang đo này chấp nhận được, (các kết quả chi tiết khác xem phục lục 8.1).

**Bảng 3.10: Kết quả EFA của thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp**

Biến quan sát	Nhân tố		
	Mạo hiểm	Thay mới chiến lược	Đổi mới
ENP1	0,439	0,720	
ENP2		0,754	
ENP3		0,757	
ENP4		0,838	
ENP5	0,710		
ENP6	0,810		
ENP7	0,841		
ENP8	0,787		
ENP9			0,751
ENP10			0,788
ENP11			0,758
ENP12			0,723
Phương sai trích	45,053	59,004	68,919
Giá trị Eigenvalue	5,404	1,677	1,190
KMO		0,868	
Kiểm định Bartlett		0,000	

*Nguồn: Kết quả xử lý từ số liệu khảo sát sơ bộ của tác giả*

**Bảng 3.11: Kết quả EFA của thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp (ENP) sau khi loại biến ENP1.**

Biến quan sát	Nhân tố		
	Mạo hiểm	Đổi mới	Thay mới chiến lược
ENP2			0,693
ENP3			0,784
ENP4			0,853
ENP5	0,718		
ENP6	0,816		
ENP7	0,845		
ENP8	0,798		
ENP9		0,744	
ENP10		0,796	
ENP11		0,756	
ENP12		0,728	
Phương sai trích	25,910	49,764	68,792
Giá trị Eigenvalue	4,784	1,661	1,123
KMO		0,847	
Kiểm định Bartlett		0,000	

*Nguồn: Kết quả xử lý từ số liệu khảo sát sơ bộ của tác giả*

**EFA cho thang đo kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh.**

Kết quả kiểm định (Bảng 3.12) cho thấy KMO = 0,845 và Sig. = 0,000 thể hiện mức ý nghĩa cao, tổng phương sai trích 71,960 % > 50%. Như vậy, phù hợp để thực hiện EFA cho các nhân tố sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, kỳ vọng hội nhập và kết quả kinh doanh.

Tuy nhiên, xét thêm mức chênh lệch trong mức tải nhân tố lên nhân tố mà biến đó nhóm vào so với mức tải nhân tố lên các nhân tố khác, thì biến quan sát P3 và P5 có trọng số nhân tố hơi nhỏ (<0,4), nhưng do đây là hai biến quan trọng của khái niệm kết quả kinh doanh. Đánh giá thang đo là đánh giá giá trị nội dung của nó, các tiêu chí khác không phải là tiêu chuẩn để thẩm định giá trị của thang đo (Rossiter, 2002). Hơn nữa, do mẫu trong nghiên cứu sơ bộ nhỏ (n=120) nên tác giả quyết định giữ lại hai biến này và gom về nhân tố kết quả kinh doanh, (các kết quả chi tiết khác xem phụ lục 8.1).

**Bảng 3.12: Kết quả EFA của thang đo kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh**

Biến quan sát	Nhân tố		
	Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu (OS)	Kỳ vọng hội nhập (EI)	Kết quả kinh doanh (P)
EI1		0,744	
EI2		0,805	
EI4		0,791	
OS1	0,602		
OS5	0,744		
OS6	0,638		
P1			0,738
P2			0,906
P3	0,811		0,311
P4			0,776
P5	0,806		0,314
Phương sai trích	28,528	50,871	71,960
Giá trị Eigenvalue	5,625	1,244	1,047
KMO	0,845		
Kiểm định Bartlett	0,000		

*Nguồn: Kết quả xử lý từ số liệu khảo sát sơ bộ của tác giả*

### 3.3.5. Kết luận về kết quả nghiên cứu sơ bộ

Qua triển khai chương trình nghiên cứu sơ bộ với việc khảo sát 300 bảng câu hỏi, có 120 phiếu đạt yêu cầu và đưa vào phân tích dữ liệu, có tất cả là 23 biến quan sát trong bảng câu hỏi điều tra định lượng sơ bộ. Sau khi đánh giá độ tin cậy của thang đo, các thang đo được đưa vào phân tích nhân tố khám phá EFA để xem xét tính hội tụ và phân biệt giữa các biến quan sát theo phạm trù ý nghĩa trong mô hình nghiên cứu. Sau đó hiệu chỉnh và loại bỏ một số biến quan sát, kết quả loại 1 biến quan sát (ENP1), còn lại 22 biến quan sát chính thức dùng cho chương trình nghiên cứu chính thức tiếp theo (Bảng 3.13). Trên cơ sở bảng tổng hợp các thang đo này, bảng câu hỏi khảo sát chính thức dùng cho nghiên cứu chính thức được hình thành (phụ lục 7).

**Bảng 3.13: Tổng hợp các thang đo**

STT	Code	Phát biểu	Điều chỉnh tư nguồn
<b>KỶ VỌNG HỘI NHẬP</b>			
<b>Chủ trương hội nhập của VN trong thời gian qua đã giúp</b>			
1	EI1	Công ty chúng tôi tìm kiếm được nhiều nhà đầu tư chiến lược.	Thọ & Trang, (2011)
2	EI2	Công ty chúng tôi tìm được nhiều đối tác kinh doanh mới.	
3	EI4	Việc kinh doanh của công ty chúng tôi thuận lợi hơn.	
<b>SỰ THAY ĐỔI CẤU TRÚC CHỦ SỞ HỮU</b>			
<b>Khi cổ phần hóa</b>			
4	OS1	Cổ đông nước ngoài nên là cổ đông lớn.	Immaculate & ctg, (2011)
5	OS5	Cổ đông tổ chức nên là cổ đông lớn.	
6	OS6	Nhà nước nên giảm vai trò là cổ đông.	
<b>TINH THẦN LÀM CHỦ DOANH NGHIỆP</b>			
<b>Khi chuyển đổi thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi:</b>			
<b>Thay mới chiến lược</b>	ENP2	Tái tổ chức các hoạt động để đảm bảo sự tăng cường hợp tác và giao tiếp giữa các đơn vị.	Zahra (1996)
	ENP3	Tiên phong nhiều chương trình cải thiện chất lượng sản phẩm/dịch vụ.	
	ENP4	Thay đổi chiến lược để cạnh tranh.	
<b>Mạo hiểm</b>	ENP5	Đầu tư vào nhiều lĩnh vực mới.	
	ENP6	Đa dạng hóa nhiều lĩnh vực mới tại Việt Nam	
	ENP7	Mở rộng hoạt động quốc tế mạnh mẽ.	

	ENP8	Tài trợ nhiều dự án khởi nghiệp (Startup)	
<b>Đổi mới</b>	ENP9	Chi nhiều tiền cho hoạt động nghiên cứu và phát triển (R&D).	
	ENP10	Giới thiệu nhiều sản phẩm/dịch vụ mới ra thị trường.	
	ENP11	Sử dụng các giải pháp kỹ thuật công nghệ vượt trội.	
	ENP12	Tiên phong phát triển sản phẩm/dịch vụ mới vào thị trường và tại VN.	
	<b>KẾT QUẢ KINH DOANH</b>		
<b>Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi:</b>			Keh et al., (2007); Murphy & et al., 1996; Gupta & Govindarajan (1984)
18	P1	Đạt được lợi nhuận (ROS) mong muốn.	
19	P2	Đạt được tốc độ tăng trưởng tốt.	
10	P3	Có thêm thị trường mới.	
21	P4	Phát triển thêm sản phẩm mới.	
22	P5	Thu nhập người lao động tăng.	

*Nguồn: Tổng hợp kết quả nghiên cứu sơ bộ của tác giả*

### 3.4. Tóm tắt chương 3

Chương 3 đã trình bày toàn bộ phương pháp nghiên cứu của luận án, bao gồm nghiên cứu định lượng có kết hợp với nghiên cứu định tính, các bước của quy trình nghiên cứu, điều chỉnh các thang đo từ các thang đo gốc đã có, bao gồm các khái niệm sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, kỳ vọng hội nhập, tinh thần làm chủ doanh nghiệp, kết quả kinh doanh. Điều tra sơ bộ đánh giá thang đo bằng hệ số Cronbach's alpha, phân tích nhân tố khám phá EFA. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu sơ bộ, bảng câu hỏi khảo sát cho chương trình nghiên cứu chính thức được thiết lập, gồm có 22 biến quan sát. Chương tiếp theo sẽ trình bày kết quả của chương trình nghiên cứu chính thức và thảo luận kết quả nghiên cứu.

## **CHƯƠNG 4: PHÂN TÍCH KẾT QUẢ VÀ KIỂM ĐỊNH MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU**

### **Giới thiệu**

Chương bốn sẽ trình bày nội dung chương trình nghiên cứu chính thức, kết quả nghiên cứu chính thức bằng phương pháp phân tích nhân tố khám phá EFA, phân tích nhân tố khẳng định CFA, phương pháp phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính (SEM), phân tích cấu trúc đa nhóm và phương pháp bootstrap được sử dụng để ước lượng lại các tham số của mô hình đã được ước lượng bằng phương pháp ML, kiểm định biến trung gian tinh thần làm chủ doanh nghiệp, sau cùng là phần trình bày thảo luận kết quả nghiên cứu.

### **4.1. Thiết kế chương trình nghiên cứu chính thức**

#### **Khung mẫu**

Theo tổng hợp số liệu từ báo cáo của Ban chỉ đạo đổi mới doanh nghiệp, Vụ đổi mới doanh nghiệp trực thuộc Chính phủ và báo cáo 436/BC-CP của chính phủ gửi Quốc hội ngày 17/10/2016 thì tổng số doanh nghiệp nhà nước đã thực hiện cổ phần hóa tính đến tháng 9/2017 là khoảng 4.529 doanh nghiệp, tuy nhiên, thông tin của tất cả các doanh nghiệp này không dễ tiếp cận. Do đó, mẫu trong nghiên cứu là 1.125 doanh nghiệp được tiếp cận theo cách lấy các doanh nghiệp cổ phần hóa đã được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán và các doanh nghiệp đã cổ phần hóa nhưng chưa niêm yết theo công bố của Bộ tài chính. Các doanh nghiệp được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán công khai thông tin nên dễ tiếp cận bao gồm 161 doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Tp.HCM (HoSE); 192 doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX); 25 doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch của các công ty đại chúng chưa niêm yết (Upcom); 747 doanh nghiệp đã cổ phần hóa chưa niêm yết cổ phiếu trên sàn giao dịch chứng khoán do Bộ tài chính công khai danh sách theo yêu cầu của chính phủ tính đến hết năm 2017. Tuy nhiên, trong nghiên

cứu sơ bộ, 300 phiếu khảo sát đã được gửi đến 300 doanh nghiệp nên còn lại 825 doanh nghiệp là mẫu dùng cho nghiên cứu chính thức.

#### **4.1.1. Mẫu nghiên cứu**

Phương pháp phân tích dữ liệu chính được sử dụng cho nghiên cứu này là phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính (SEM), các nhà nghiên cứu trong lĩnh vực nghiên cứu này đều có chung quan điểm là phương pháp phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính đòi hỏi phải có kích thước mẫu lớn vì nó dựa vào lý thuyết phân phối mẫu lớn (Raykov & Widaman, 1995). Tuy nhiên, kích thước mẫu bao nhiêu được gọi là lớn thì hiện nay chưa được rõ ràng. Hơn nữa, kích thước mẫu còn tùy thuộc vào phương pháp ước lượng, nhiều nhà nghiên cứu cho rằng, nếu sử dụng phương pháp ước lượng ML thì kích thước mẫu tối thiểu phải từ 100 đến 150 (Hair et al., 1998), cũng có nhà nghiên cứu cho rằng kích thước mẫu tối thiểu là năm mẫu cho một tham số cần ước lượng (Bollen, 1989).

Mô hình lý thuyết của nghiên cứu có số tham số cần ước lượng là 50 (phụ lục 8.4), nếu theo tiêu chuẩn 5 mẫu cho một tham số ước lượng thì kích thước mẫu cần là  $n = 250$ . Như vậy, kích thước mẫu cần thiết có thể từ 150 đến 250, tuy nhiên, cỡ mẫu càng lớn hơn mức tối thiểu thì độ tin cậy của nghiên cứu càng cao. Hơn nữa, tỷ lệ trả lời đáp ứng yêu cầu trong khảo sát dữ liệu sơ cấp thường rất thấp nên để đạt kích thước mẫu đề ra, 825 bảng câu hỏi được gửi đi khảo sát.

#### **4.1.2. Phương pháp chọn mẫu**

Các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa đã niêm yết cổ phiếu trên sàn giao dịch chứng khoán có tính minh bạch, công khai nên dễ tiếp cận thông tin hơn các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa nhưng chưa niêm yết cổ phiếu. Tuy nhiên, số lượng doanh nghiệp cổ phần hóa đã niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán HoSE, HNX và sàn UpCom còn hạn chế nên phương pháp chọn mẫu thuận tiện, phi xác suất được lựa chọn. Chọn mẫu theo phương pháp thuận tiện là phương pháp chọn mẫu phi xác suất, trong đó nhà nghiên cứu tiếp cận với phần

tử mẫu bằng cách thuận tiện. Nghĩa là nhà nghiên cứu có thể chọn những phần tử nào mà họ có thể tiếp cận được.

#### **4.1.3. Đơn vị phân tích và đối tượng phỏng vấn**

**Đơn vị phân tích:** Thành phần mẫu điều tra là những doanh nghiệp nhà nước đã chuyển đổi thành công ty cổ phần.

**Đối tượng phỏng vấn:** Đối tượng được hỏi là những thành viên chủ chốt trong doanh nghiệp nhà nước đã được cổ phần hóa như trưởng các phòng ban, trưởng các bộ phận, ban giám đốc hoặc các chức danh quản lý khác trong doanh nghiệp cổ phần hóa. Đây là những đối tượng có thể đại diện cho đơn vị mẫu để cung cấp thông tin cho nghiên cứu.

#### **4.1.4. Phương pháp thu thập dữ liệu**

Phỏng vấn trực tiếp đối tượng điều tra; hoặc gửi e-mail trực tiếp bằng câu hỏi đến đối tượng cần khảo sát. Đối với dữ liệu về tỷ lệ sở hữu vốn nhà nước tại doanh nghiệp cổ phần hóa, tác giả thực hiện thu thập dữ liệu theo phương pháp nghiên cứu tại bàn. Dựa vào báo cáo tài chính và báo cáo thường niên công khai của các doanh nghiệp đã niêm yết trên sàn chứng khoán trên trang Web của các doanh nghiệp này và thông qua trang Web của công ty cổ phần Tài Việt (Vietstock), công ty cung cấp dữ liệu tài chính lớn nhất Việt Nam, tác giả thu thập được dữ liệu tỷ lệ vốn nhà nước tại các doanh nghiệp cổ phần hóa.

#### **4.1.5. Phạm vi nghiên cứu**

Nghiên cứu này thực hiện khảo sát với những doanh nghiệp nhà nước đã chuyển đổi thành công ty cổ phần.

##### **Thời gian thực hiện điều tra**

Nghiên cứu thực hiện điều tra từ: 20/8/2017 đến 31/12/2017.

#### **4.1.6. Kết quả thống kê mô tả**

##### **Mô tả mẫu điều tra**



Tổng số phiếu điều tra phát ra là 825 phiếu. Tuy nhiên, do số lượng phiếu khảo sát được gửi qua e-mail có tỷ lệ hồi đáp thấp nên tổng số lượng phiếu thu về là 350, đạt tỷ lệ 42,42%. Trong quá trình nhập và xử lý dữ liệu có 30 phiếu lỗi, những phiếu lỗi chủ yếu là những phiếu không được trả lời hết những câu hỏi trong bảng khảo sát, còn lại 320 phiếu đủ thông tin hợp lệ. Tổng cộng 320 phiếu điều tra hợp lệ cấu thành mẫu nghiên cứu cho chương trình nghiên cứu chính thức. Địa bàn khảo sát phần lớn là các doanh nghiệp đóng trên địa bàn Tp.HCM, Hà Nội, Đồng Nai chiếm tỷ trọng 72% (230 doanh nghiệp), còn lại 28% (90 doanh nghiệp) thuộc các tỉnh thành khác (Danh sách các doanh nghiệp tham gia vào mẫu điều tra được trình bày trong phụ lục 11). Trong đó, 106 doanh nghiệp (33%) niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Tp.HCM, 117 doanh nghiệp (36%) niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội, 5 doanh nghiệp (2%) đăng ký trên sàn giao dịch UpCom, 92 doanh nghiệp (29%) đã cổ phần hóa nhưng chưa niêm yết (cơ cấu chi tiết được thể hiện trong Bảng 4.1).

**Bảng 4.1: Thống kê mô tả ngành nghề và tỷ lệ sở hữu vốn nhà nước**

STT	Lĩnh vực hoạt động	Sàn niêm yết				Tỷ lệ vốn nhà nước (%)			
		HoSe	HNX	UpCom	Chưa niêm yết	<30	30-49	50-65	>65
1	Sản xuất công nghiệp	19	40	1	26	85	104	87	44
2	Xây dựng	14	22	0	15				
3	Vận tải	11	12	0	1				
4	Thực phẩm, đồ uống	17	11	0	2				
5	Bất động sản	16	7	0	16				
6	Dược phẩm	5	7	0	0				
7	Dịch vụ hỗ trợ	7	4	1	23				
8	Trồng trọt	5	1	1	2				
9	Tài chính ngân hàng	6	0	0	0				
10	Lĩnh vực khác	6	13	2	7				
<b>Tổng</b>		<b>106</b>	<b>117</b>	<b>5</b>	<b>92</b>	<b>320</b>			

*Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu khảo sát*

## 4.2. Đánh giá độ tin cậy của thang đo

### Nhân tố tinh thần làm chủ doanh nghiệp (ENP)

Kết quả Cronbach's alpha cho thấy các thang đo thành phần của khái niệm tinh thần làm chủ doanh nghiệp đều đạt độ tin cậy. Các hệ số tương quan biến – tổng đều cao (nhỏ nhất là ENP4 = 0,607 và lớn nhất là ENP7 = 0,776). Cronbach's alpha của các thang đo đều cao, Cronbach's alpha của nhân tố thay mới chiến lược là 0,796; nhân tố mạo hiểm là 0,877; nhân tố đổi mới là 0,820 (Bảng 4.2), (các kết quả chi tiết khác xem phụ lục 8.2). Vì vậy, tất cả các biến quan sát này sẽ được sử dụng trong phân tích nhân tố khám phá EFA.

**Bảng 4.2: Cronbach's alpha tinh thần làm chủ doanh nghiệp (ENP)**

<b>Biến quan sát</b>	<b>Trung bình thang đo nếu loại biến</b>	<b>Phương sai thang đo nếu loại biến</b>	<b>Tương quan biến-tổng</b>	<b>Cronbach's alpha nếu loại biến này</b>
<b>Thay mới chiến lược: Cronbach's alpha = 0,796</b>				
ENP2	8,71	8,676	0,701	0,662
ENP3	9,97	8,131	0,620	0,750
ENP4	8,68	9,079	0,607	0,757
<b>Mạo hiểm: Cronbach's alpha = 0,877</b>				
ENP5	13,93	17,960	0,742	0,839
ENP6	14,13	18,156	0,770	0,828
ENP7	14,16	17,537	0,776	0,825
ENP8	14,08	19,175	0,652	0,873
<b>Đổi mới: Cronbach's alpha = 0,820</b>				
ENP9	13,04	16,431	0,662	0,763
ENP10	12,82	17,407	0,622	0,782
ENP11	12,55	17,295	0,614	0,786
ENP12	12,74	17,164	0,669	0,761

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*

**Nhân tố kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc sở hữu và kết quả kinh doanh.**

Kết quả Cronbach's alpha cho thấy các thang đo của khái niệm kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, kết quả kinh doanh đều đạt độ tin cậy. Các hệ số tương quan biến – tổng đều cao (nhỏ nhất là EI4 = 0,567 và lớn nhất là OS6 = 0,740). Cronbach's alpha của các thang đo đều cao, Cronbach's alpha của nhân tố kỳ vọng hội nhập là 0,770; nhân tố sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu là 0,828; nhân tố kết quả kinh doanh là 0,847 (Bảng 4.3) (các kết quả chi tiết khác

xem phụ lục 8.2). Riêng đối với thang đo sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, đối với biến quan sát OS1, nếu loại biến này thì Cronbach's alpha là 0,828 lớn hơn Cronbach's alpha của biến độc lập (0,848). Tuy nhiên, OS1 là biến quan sát quan trọng của khái niệm sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, đánh giá thang đo là đánh giá giá trị nội dung của nó, các tiêu chí khác không phải là tiêu chuẩn để thẩm định giá trị của thang đo (Rossiter, 2002) nên biến quan sát OS1 được giữ lại để đo lường khái niệm sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu. Vì vậy, tất cả các biến quan sát này sẽ được sử dụng trong phân tích nhân tố khám phá EFA tiếp theo.

**Bảng 4.3: Cronbach's alpha kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc sở hữu và kết quả kinh doanh.**

Biến quan sát	Trung bình thang đo nếu loại biến	Phương sai thang đo nếu loại biến	Tương quan biến-tổng	Cronbach's alpha nếu loại biến này
<b>Kỳ vọng hội nhập (EI): Cronbach's alpha = 0,770</b>				
EI1	8,93	8,287	0,618	0,677
EI2	9,32	7,850	0,630	0,661
EI4	8,98	7,815	0,567	0,734
<b>Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu (OS): Cronbach's alpha = 0,828</b>				
OS1	8,80	10,908	0,595	0,848
OS5	8,77	8,445	0,736	0,712
OS6	8,51	8,495	0,740	0,708
<b>Kết quả kinh doanh (P): Cronbach's alpha = 0,847</b>				
P1	15,62	25,077	0,675	0,812
P2	16,01	25,317	0,622	0,825
P3	15,47	23,517	0,593	0,837
P4	15,55	23,565	0,712	0,801
P5	15,64	23,233	0,694	0,805

*Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu khảo sát của tác giả*

### 4.3. Phân tích nhân tố khám phá EFA

#### EFA cho thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp (ENP)

Kết quả Bảng 4.4 cho thấy với thang đo đa hướng tinh thần làm chủ doanh nghiệp, KMO = 0,843 và Sig. = 0,000 thể hiện mức ý nghĩa cao, có ba nhân tố được trích giống như dự kiến ban đầu của mô hình lý thuyết, với tổng phương sai trích là  $60,317 > 50\%$ . Tức là phần chung của thang đo đóng góp vào các khái

niệm tinh thần làm chủ doanh nghiệp lớn hơn phần riêng và sai số. Điều này chứng tỏ các thang đo này giải thích tốt khái niệm nghiên cứu liên quan giữa các nhân tố thay mới chiến lược, mạo hiểm, đổi mới của doanh nghiệp cổ phần hóa. Các biến trong các thang đo có mức tải nhân tố biến thiên từ 0,559 đến 0,900 đều đạt yêu cầu  $> 0,4$ , (các kết quả chi tiết khác xem phụ lục 8.2).

**Bảng 4.4: Kết quả EFA của thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp (ENP)**

Biến quan sát	Nhân tố		
	Mạo hiểm	Đổi mới	Thay mới chiến lược
ENP2			0,859
ENP3			0,728
ENP4			0,684
ENP5	0,784		
ENP6	0,883		
ENP7	0,900		
ENP8	0,559		
ENP9		0,761	
ENP10		0,757	
ENP11		0,705	
ENP12		0,696	
Phương sai trích	36,827	51,338	60,317
Giá trị Eigenvalue	4,441	1,974	1,370
KMO	0,843		
Kiểm định Bartlett	0,000		

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*

**EFA cho thang đo kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh.**

Kết quả Bảng 4.5 cho thấy KMO = 0,874 và Sig. = 0,000 thể hiện mức ý nghĩa cao, như vậy, phù hợp để thực hiện EFA cho các nhân tố sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, kỳ vọng hội nhập và kết quả kinh doanh. Có ba nhân tố được trích giống như dự kiến ban đầu của mô hình lý thuyết, với tổng phương sai trích là  $57,280 > 50\%$ , tức là phần chung của thang đo đóng góp vào các khái niệm tinh thần làm chủ doanh nghiệp lớn hơn phần riêng và sai số. Điều này chứng tỏ các thang đo này giải thích tốt khái niệm nghiên cứu liên quan giữa các nhân tố thay mới chiến lược, mạo hiểm, đổi mới của doanh nghiệp cổ phần hóa. Các biến

trong các thang đo có mức tải nhân tố biến thiên từ 0,562 đến 0,869 đều đạt yêu cầu  $> 0,4$ , (các kết quả chi tiết khác xem phụ lục 8.2).

**Bảng 4.5: Kết quả EFA của thang đo kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh**

Biến quan sát	Nhân tố		
	Kết quả kinh doanh (P)	Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu (OS)	Kỳ vọng hội nhập (EI)
EI1			0,858
EI2			0,625
EI4			0,536
OS1		0,562	
OS5		0,856	
OS6		0,861	
P1	0,652		
P2	0,683		
P3	0,588		
P4	0,869		
P5	0,743		
Phương sai trích	43,109	51,542	57,280
Giá trị Eigenvalue	5,157	1,337	1,011
KMO	0,874		
Kiểm định Bartlett	0,000		

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*

#### 4.4. Phân tích nhân tố khẳng định CFA

##### 4.4.1. Phương pháp luận phân tích nhân tố khẳng định CFA

Trong kiểm định thang đo, phương pháp CFA có nhiều ưu điểm hơn so với phương pháp truyền thống như phương pháp hệ số tương quan, phương pháp phân tích nhân tố khám phá EFA. Bởi vì phương pháp CFA cho phép chúng ta kiểm định cấu trúc lý thuyết của các thang đo lường như mối quan hệ giữa một khái niệm nghiên cứu với các khái niệm khác mà không bị chệch do sai số đo lường. Ngoài ra, với phương pháp phân tích nhân tố khẳng định CFA chúng ta có thể kiểm định được giá trị hội tụ, giá trị phân biệt của thang đo tốt hơn so với các phương pháp truyền thống (Bagozzi & Foxell, 1996).

Để đo lường mức độ phù hợp của thị trường, các chỉ số thường được sử dụng như Chi-square (CMIN), Chi-square điều chỉnh theo bậc tự do (CMIN/df); chỉ số thích hợp tốt (GFI- Good of Fitness Index); chỉ số thích hợp so sánh (CFI- Comparative Fit Index); chỉ số Tucker và Lewis (TLI-Tucker & Lewis Index); chỉ số RMSEA (Root Mean Square Error Approximation). Mô hình được xem là thích hợp với dữ liệu thị trường nếu kiểm định Chi-square có P-value > 0,05, tuy nhiên, Chi-square có nhược điểm là phụ thuộc vào kích thước mẫu. Nếu một mô hình nhận được CMIN/df  $\leq$  2, một số trường hợp CMIN/df có thể  $\leq$  3; GFI, TLI, CFI  $\geq$  0,9; RMSEA  $\leq$  0,08 thì mô hình được xem là phù hợp với dữ liệu thị trường. Mức độ phù hợp của mô hình với dữ liệu thị trường cho chúng ta điều kiện cần và đủ để cho tập biến quan sát đạt được tính đơn hướng, trừ trường hợp các sai số của các biến quan sát có tương quan với nhau. Tuy nhiên, theo quan điểm gần đây của các nhà nghiên cứu thì chỉ số GFI vẫn có thể chấp nhận được khi nhỏ hơn 0,9 (Hair et al., 2010). Ngoài ra, khi thực hiện phương pháp phân tích nhân tố khẳng định CFA nên thực hiện thêm một số các đánh giá khác như đánh giá độ tin cậy của thang đo, giá trị hội tụ (convergent validity), giá trị phân biệt (discriminant validity) của các khái niệm nghiên cứu.

### **Đánh giá độ tin cậy của thang đo**

Độ tin cậy của thang đo được đánh giá thông qua độ tin cậy tổng hợp (composite reliability); Tổng phương sai trích (variance extracted); Cronbach's alpha. Độ tin cậy tổng hợp và tổng phương sai trích được tính theo công thức của Joreskog (1971) và Fornell & Larcker (1981). Theo Hair & et al., (2010), hệ số tin cậy tổng hợp và phương sai trích của mỗi khái niệm phải  $\geq$  0,5 thì mới đạt yêu cầu. Hệ số Cronbach's alpha được dùng để đánh giá độ tin cậy của tập hợp các biến quan sát đo lường một khái niệm. Vì hệ số này đo lường tính kiên định nội tại xuyên suốt tập hợp các biến quan sát trong một thang đo.

### **Giá trị hội tụ**

Thang đo đạt được giá trị hội tụ khi các trọng số chuẩn hóa của các thang đo đều cao ( $>0,5$ ), các trọng số chưa chuẩn hóa có ý nghĩa thống kê ( $P < 0,05$ ) (Anderson & Gebring, 1988).

### **Giá trị phân biệt**

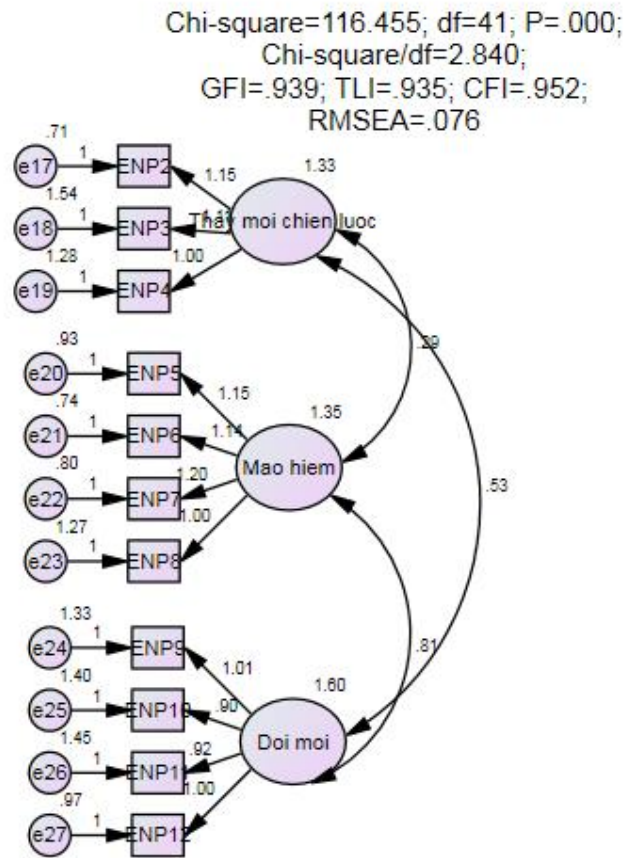
Giá trị phân biệt thể hiện cấp độ phân biệt của các khái niệm đo lường. Có hai cấp độ kiểm định giá trị phân biệt: (1) kiểm định giá trị phân biệt giữa các thành phần trong một khái niệm thuộc mô hình (within construct); (2) kiểm định giá trị phân biệt xuyên suốt (across -construct), tức là kiểm định mô hình đo lường tới hạn (saturated model) là mô hình mà các khái niệm nghiên cứu được tự do quan hệ với nhau. Giá trị phân biệt của các khái niệm đạt được khi tương quan giữa hai thành phần của khái niệm (within construct) hoặc hai khái niệm (across -construct) thực sự khác biệt so với 1, khi đó mô hình nghiên cứu đạt được mức độ phù hợp với dữ liệu thu thập từ thị trường (Steenkamp & Trijp, 1991) và đáp ứng các điều kiện kỹ thuật phân tích.

## **4.4.2. Kết quả phân tích nhân tố khẳng định CFA**

### **Đánh giá mô hình đo lường bằng phân tích nhân tố khẳng định CFA**

#### **Thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp (ENP)**

Khái niệm tinh thần làm chủ doanh nghiệp là thang đo đa hướng, với ba thành phần thay mới chiến lược, mạo hiểm và đổi mới. Trong đó, thành phần thay mới chiến lược được đo lường bằng bốn biến quan sát (ENP1, ENP2, ENP3, ENP4); thành phần mạo hiểm được đo lường bằng bốn biến quan sát (ENP5, ENP6, ENP7, ENP8), thành phần đổi mới được đo lường bằng bốn biến quan sát (ENP9, ENP10, ENP11, ENP12). Tuy nhiên, qua nghiên cứu sơ bộ ở chương ba, biến quan sát ENP1 bị loại ra, mười một biến quan sát còn lại được đưa vào phân tích nhân tố khẳng định CFA.



**Hình 4.1 Kết quả CFA: Tinh thần làm chủ doanh nghiệp (chuẩn hóa)**

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*

Kết quả CFA của thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp được trình bày trong hình 4.1. Phân tích CFA cho thấy mô hình này có 41 bậc tự do. Chi-bình phương = 116,445 với giá trị  $P = 0,000$ . Tuy nhiên, do Chi-bình phương có nhược điểm phụ thuộc vào kích thước mẫu, xem xét các chỉ tiêu khác cho thấy mô hình này phù hợp với dữ liệu thị trường:  $GFI = 0,939$ ;  $TLI = 0,935$ ;  $CFI = 0,952$ ;  $RMSEA = 0,076$ . Không có tương quan giữa các sai số của các biến quan sát nên các thành phần trong mô hình đạt tính đơn hướng.

Các trọng số đã chuẩn hóa đều đạt tiêu chuẩn cho phép ( $\geq 0,5$ ) (thấp nhất là biến ENP10 = 0,692) và các trọng số chưa chuẩn hóa có ý nghĩa thống kê



(Sig.= 0,000) (phụ lục 8.3) nên các khái niệm thành phần trong thang đo đa hướng tinh thần làm chủ doanh nghiệp đạt được giá trị hội tụ.

Hệ số tương quan giữa các khái niệm với sai lệch chuẩn kèm theo cho chúng ta thấy các hệ số này nhỏ hơn 1, có ý nghĩa thống kê (Sig. = 0,000) (Bảng 4.6, chi tiết thông số r xem phụ lục 8.3, chi tiết các thông số khác xem phụ 10.2), vì vậy, các khái niệm trong mô hình đạt giá trị phân biệt.

**Bảng 4.6: Mối quan hệ giữa các khái niệm thành phần của thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp (ENP)**

Mối quan hệ			r	Se	Cr	P
Thay mới chiến lược	↔	Mạo hiểm	0,213	0,054790367	14,36383891	0,000
Mạo hiểm	↔	Đổi mới	0,553	0,046722485	9,567128203	0,000
Thay mới chiến lược	↔	Đổi mới	0,366	0,052186289	12,1487848	0,000

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*

Giá trị của độ tin cậy tổng hợp của thành phần thay mới chiến lược là 0,803; thành phần mạo hiểm là 0,879; thành phần đổi mới là 0,819 (>0,5) và phương sai trích được của thành phần thay mới chiến lược là 57,8%; mạo hiểm là 64,6%, đổi mới là 53,2% (>50%). Cronbach's alpha của các thành phần tương tự là 0,796; 0,877; 0,820 (Bảng 4.7, chi tiết tính toán các thông số trong bảng 4.7 xem phụ lục 10.4 & phụ lục 8.2); Do đó, thang đo đa hướng tinh thần làm chủ doanh nghiệp đạt tiêu chuẩn về độ tin cậy, (các kết quả ước lượng chi tiết khác của mô hình xem phụ lục 8.3).

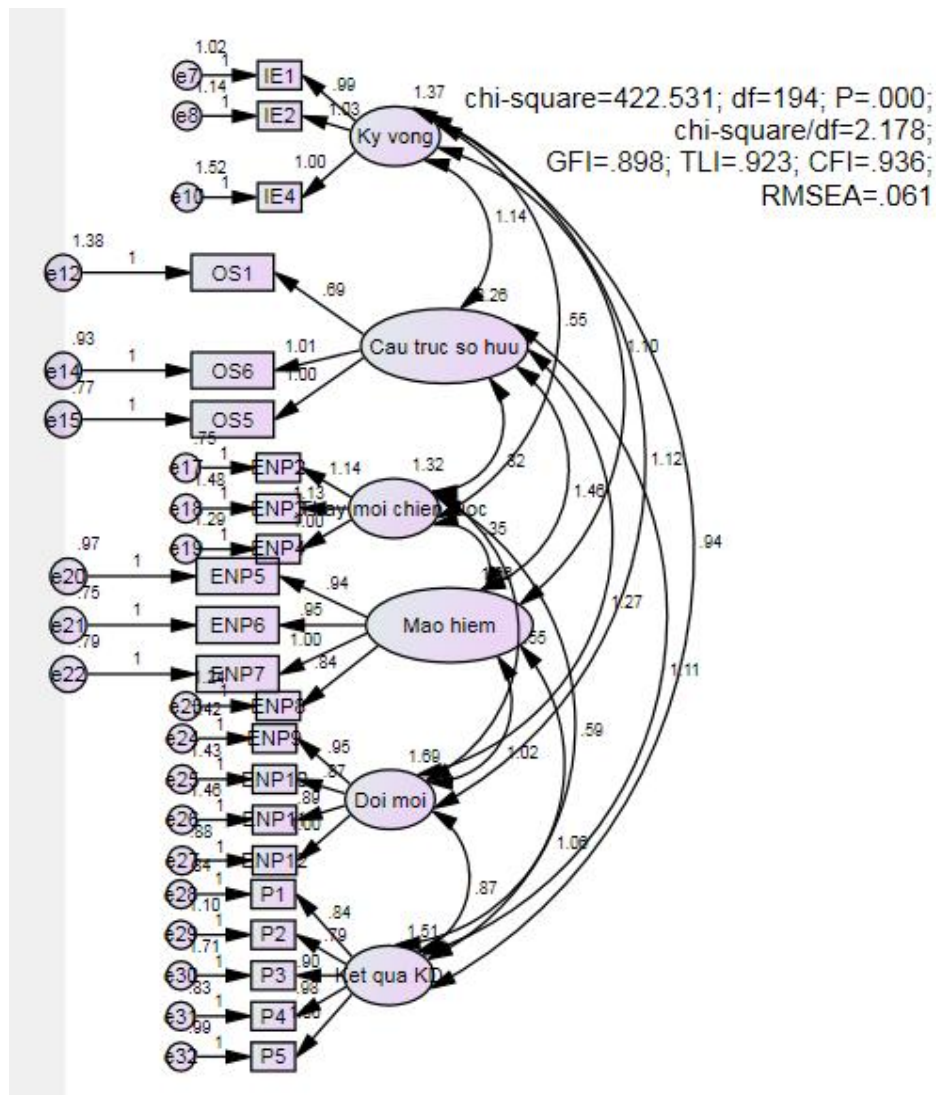
**Bảng 4.7: Tóm tắt kết quả kiểm định thang đo tinh thần làm chủ DN**

Khái niệm	Thành phần	Số biến quan sát	Độ tin cậy		Phương sai trích	Giá trị
			Cronbach	Tổng hợp		
Tinh thần làm chủ DN	Thay mới chiến lược	3	0,796	0,803	57,8	Đạt yêu cầu
	Mạo hiểm	4	0,877	0,879	64,6	
	Đổi mới	4	0,820	0,819	53,2	

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*

### Mô hình đo lường tới hạn

Kết quả CFA của mô hình đo lường tới hạn được trình bày trong hình 4.2. Mô hình tới hạn có 194 bậc tự do, Chi-bình phương = 422,531, giá trị P = 0,000. Tuy nhiên, do Chi-bình phương có nhược điểm phụ thuộc vào kích thước mẫu, xem xét các chỉ tiêu khác cho thấy mô hình này phù hợp với dữ liệu thị trường: GFI = 0,898; TLI = 0,923; CFI = 0,936; RMSEA = 0,061. Không có tương quan giữa các sai số nên các thành phần trong mô hình tới hạn đạt tính đơn hướng.



Hình 4.2 Kết quả CFA: Mô hình đo lường tới hạn (chuẩn hóa)

Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả

Các trọng số đã chuẩn hóa đều đạt tiêu chuẩn cho phép ( $\geq 0,5$ ) và các trọng số chưa chuẩn hóa có ý nghĩa thống kê (Sig. = 0,000), thấp nhất là biến P3 = 0,647, nên các khái niệm trong mô hình đo lường tới hạn đạt được giá trị hội tụ (Phụ lục 8.3).

Hệ số tương quan giữa các khái niệm với sai lệch chuẩn kèm theo cho chúng ta thấy các hệ số này nhỏ hơn 1, Sig.= 0,000 có ý nghĩa thống kê (Bảng 4.8, chi tiết tính toán số liệu của bảng này xem phụ lục 8.3 & phụ lục 10.1). Vì vậy, các khái niệm trong mô hình đo lường tới hạn đạt giá trị phân biệt.

**Bảng 4.8: Môi quan hệ giữa các khái niệm nghiên cứu mô hình tới hạn**

Mối quan hệ		r	Se	Cr	P	
Kỳ vọng hội nhập	↔	Thay mới chiến lược	0,406	0,051247457	11,59081895	0,000
Kỳ vọng hội nhập	↔	Đổi mới	0,735	0,038024115	6,969261452	0,000
Kỳ vọng hội nhập	↔	Kết quả KD	0,652	0,042518808	8,184613214	0,000
Thay mới chiến lược	↔	Đổi mới	0,367	0,0521642	12,13475906	0,000
Thay mới chiến lược	↔	Kết quả KD	0,418	0,05094318	11,42449303	0,000
Đổi mới	↔	Kết quả KD	0,543	0,047089871	9,70484709	0,000
Kỳ vọng hội nhập	↔	Sự thay đổi cấu trúc sở hữu	0,65	0,042614994	8,213071621	0,000
Thay mới chiến lược	↔	Sự thay đổi cấu trúc sở hữu	0,183	0,055130235	14,81945444	0,000
Mạo hiểm	↔	Sự thay đổi cấu trúc sở hữu	0,692	0,040482002	7,608319448	0,000
Đổi mới	↔	Sự thay đổi cấu trúc sở hữu	0,652	0,042518808	8,184613214	0,000
Kết quả KD	↔	Sự thay đổi cấu trúc sở hữu	0,604	0,044692661	8,860515119	0,000
Thay mới chiến lược	↔	Mạo hiểm	0,214	0,054778112	14,34879694	0,000
Đổi mới	↔	Mạo hiểm	0,558	0,04653517	9,498192518	0,000
Kết quả KD	↔	Mạo hiểm	0,617	0,044130702	8,678765163	0,000
Kỳ vọng hội nhập	↔	Mạo hiểm	0,672	0,041528046	7,898276718	0,000

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*

Theo như phân tích trong thang đo đa hướng của khái niệm tinh thần làm chủ doanh nghiệp ở trên, kết quả kiểm định thang đo trong mô hình tới hạn vẫn đạt giá trị gần tương đương. Cụ thể là giá trị của độ tin cậy tổng hợp của thành phần thay mới chiến lược là 0,803; mạo hiểm là 0,879; đổi mới là 0,817 ( $> 0,5$ ). Phương sai trích được của thành phần thay mới chiến lược là 57,8%; mạo hiểm là

64,7%, đổi mới là 52,9% (> 50%), Cronbach's alpha của các thành phần tương tự là 0,796; 0,877; 0,820 (Bảng 4.9).

Độ tin cậy tổng hợp của khái niệm kỳ vọng hội nhập là 0,775 và phương sai trích là 53,6%. Độ tin cậy tổng hợp của khái niệm sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu là 0,829 và phương sai trích là 62,1%. Độ tin cậy tổng hợp của khái niệm kết quả kinh doanh là 0,851 và phương sai trích là 53,5%, Cronbach's alpha của các thành phần tương tự là 0,770; 0,828; 0,847 (Các kết quả ước lượng chi tiết của mô hình xem phụ lục 8.3, các kết quả tính toán trong bảng 4.9 xem phụ lục 8.3 & phụ lục 10.3). Kết quả này cho thấy các thang đo các khái niệm nghiên cứu đều đạt yêu cầu về độ tin cậy của thang đo.

**Bảng 4.9: Tóm tắt kết quả kiểm định thang đo**

Khái niệm	Thành phần	Số biến quan sát	Độ tin cậy		Tổng phương sai trích	Giá trị
			Cronbach	Tổng hợp		
Tinh thần làm chủ DN	Thay mới chiến lược	3	0,796	0,803	57,7	Đạt yêu cầu
	Mạo hiểm	4	0,877	0,879	64,7	
	Đổi mới	4	0,820	0,817	52,9	
Kỳ vọng hội nhập	3	0,770	0,775	53,6		
Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu	3	0,828	0,829	62,1		
Kết quả kinh doanh	5	0,847	0,851	53,5		

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*

#### 4.5. Kiểm định mô hình lý thuyết bằng mô hình cấu trúc tuyến tính SEM

Trong kiểm định giả thuyết và mô hình nghiên cứu, mô hình cấu trúc tuyến tính có lợi thế hơn các phương pháp truyền thống như phương pháp hồi quy hay phương pháp hồi quy đa biến vì mô hình cấu trúc tuyến tính có thể tính được sai số đo lường. Hơn nữa, phương pháp mô hình cấu trúc tuyến tính cho phép chúng ta kết hợp được các khái niệm tiềm ẩn với đo lường của chúng và có thể xem xét các đo lường độc lập hay kết hợp chung với mô hình lý thuyết cùng một lúc. Vì vậy, phương pháp phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính được sử dụng phổ biến trong những năm gần đây và thường được gọi là phương pháp phân tích dữ liệu thế hệ thứ hai (Hulland & et al., 1996).

#### 4.5.1. Kiểm định mô hình lý thuyết đề xuất

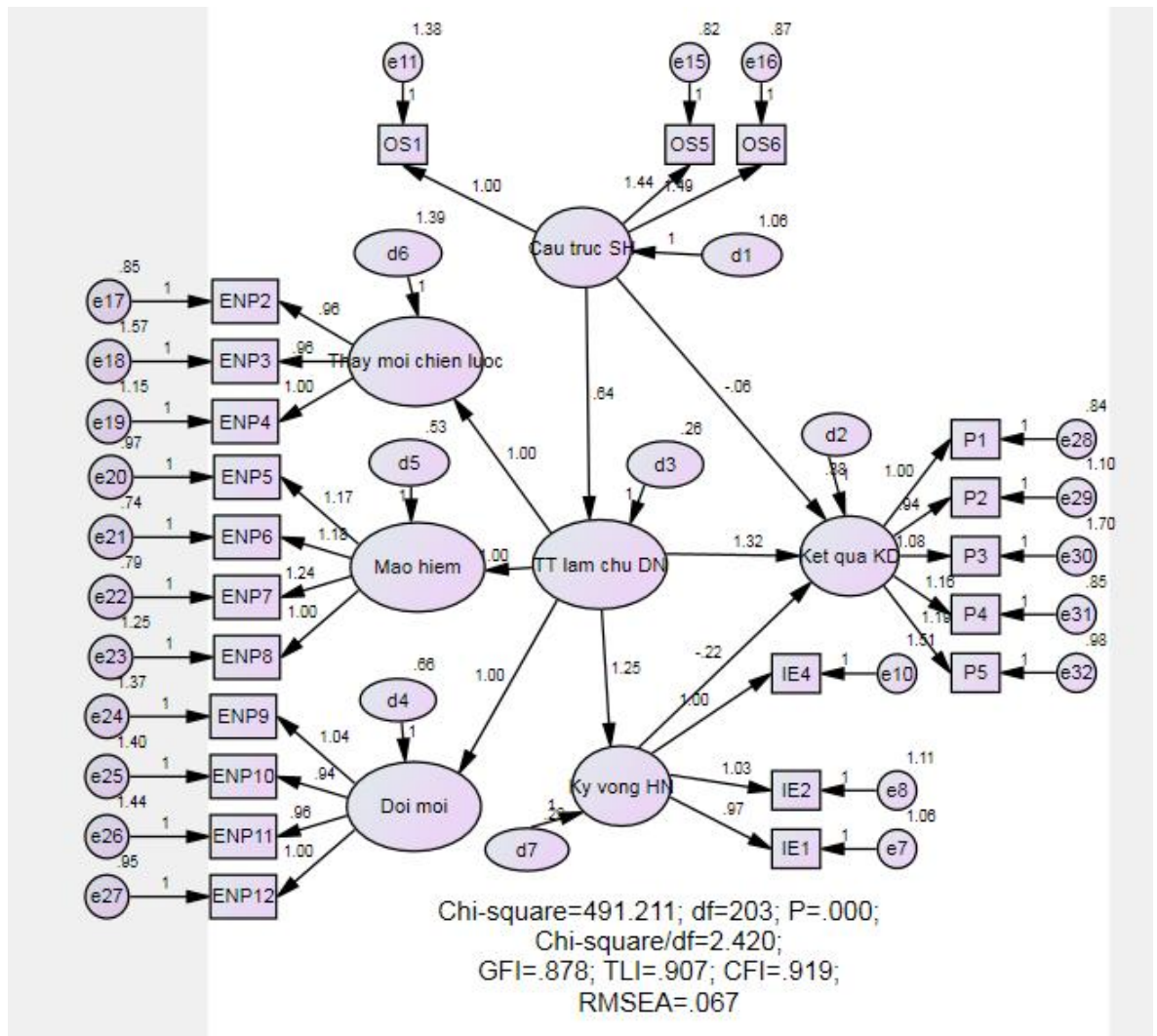
Kết quả ước lượng của mô hình lý thuyết đề xuất được trình bày ở Hình 4.3, có bốn khái niệm nghiên cứu trong mô hình, bao gồm kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kết quả kinh doanh. Mô hình lý thuyết này có 203 bậc tự do. Tuy giá trị Chi-bình phương = 491,211 có  $P = 0,000$  nhưng các chỉ tiêu khác đều đạt yêu cầu: GFI = 0,878; TLI = 0,909; CFI = 0,919; RMSEA = 0,067 (phụ lục 8.4 trình bày các tiêu chí đánh giá độ tương thích còn lại). Như vậy, có thể kết luận là mô hình lý thuyết đề xuất thích hợp với dữ liệu thu thập từ thị trường.

Bảng 4.10 trình bày ước lượng của các tham số còn lại và hình 4.3 trình bày các ước lượng đã chuẩn hóa, kết quả này cho thấy ba mối quan hệ có ý nghĩa thống kê ( $P < 5\%$ ), hai mối quan hệ không có ý nghĩa thống kê ( $P > 5\%$ ). Mối quan hệ giữa kỳ vọng hội nhập và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa (giả thuyết  $H_5$ ) không có ý nghĩa thống kê (Sig.=0,330 > 0,05); mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa (giả thuyết  $H_3$ ) không có ý nghĩa thống kê (Sig.= 0,603 > 0,05), (các chi tiết các ước lượng khác xem phụ lục 8.4).

**Bảng 4.10: Hệ số hồi quy của mô hình lý thuyết đề xuất**

Mối quan hệ		Ước lượng		SE	CR	P	
		Chuẩn hóa	Chưa chuẩn hóa				
Tinh thần làm chủ DN	← $H_2$	Sự thay đổi cấu trúc SH	0,788	0,637	0,065	9,728	0,000
Kỳ vọng hội nhập	← $H_4$	Tinh thần làm chủ DN	0,887	1,250	0,121	10,360	0,000
Kết quả kinh doanh	← $H_1$	Tinh thần làm chủ DN	1,067	1,319	0,402	3,285	0,001
Kết quả kinh doanh	← $H_5$	Kỳ vọng hội nhập	-0,250	-0,220	0,225	-0,975	<b>0,330</b>
Kết quả kinh doanh	← $H_3$	Sự thay đổi cấu trúc SH	-0,065	-0,065	0,125	-0,520	<b>0,603</b>

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*



**Hình 4.3. Kết quả SEM của mô hình lý thuyết đề xuất (chuẩn hóa)**

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*

#### 4.5.2. Kiểm định mô hình lý thuyết điều chỉnh

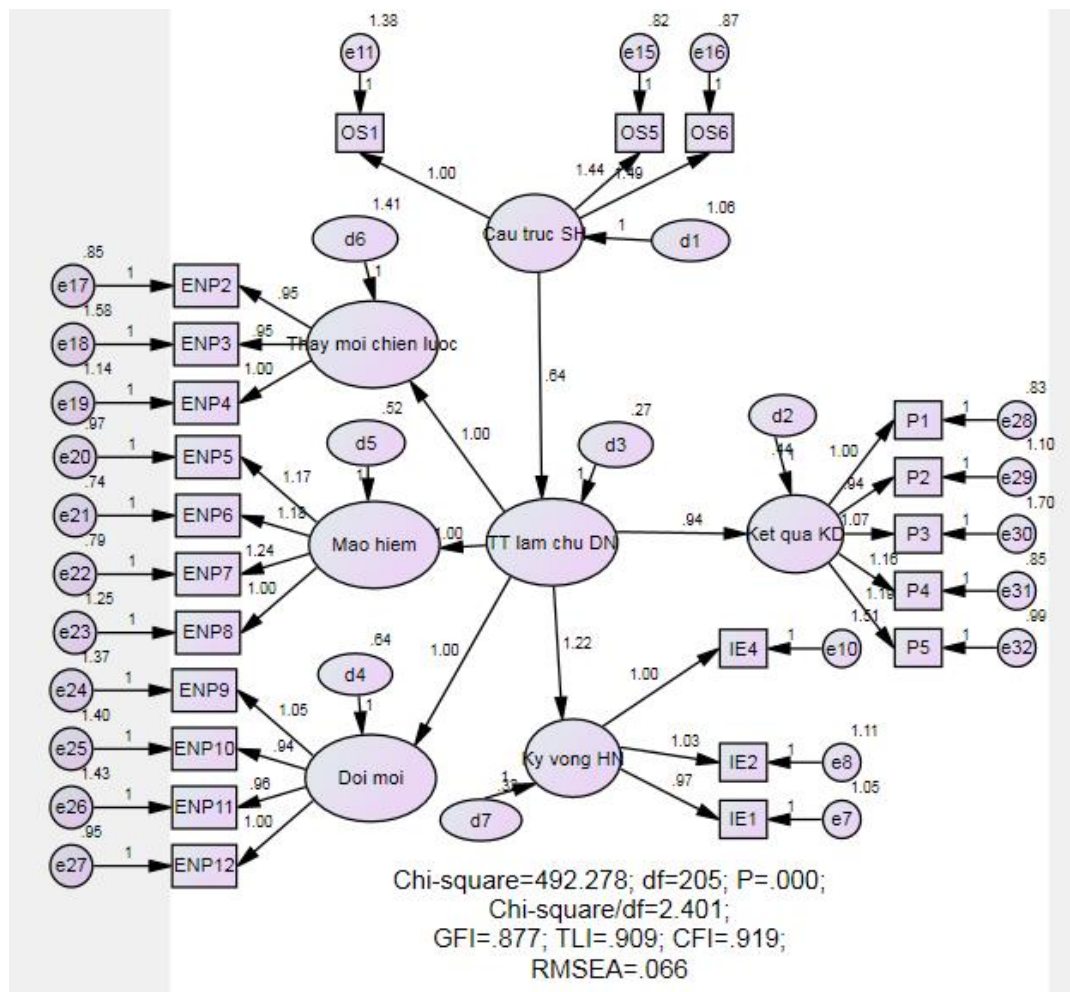
Sau khi loại giả thuyết  $H_3$  và  $H_5$  ra khỏi mô hình lý thuyết đề xuất, kết quả ước lượng của mô hình lý thuyết chính thức được trình bày ở Hình 4.4, mô hình lý thuyết này có 205 bậc tự do. Tuy giá trị Chi-bình phương = 492,278 có  $P = 0,000$  nhưng các chỉ tiêu khác đều đạt yêu cầu:  $GFI = 0,877$ ;  $TLI = 0,909$ ;  $CFI = 0,919$ ;  $RMSEA = 0,066$  (phụ lục 8.4 trình bày các tiêu chí đánh giá độ tương thích còn lại). Như vậy, có thể kết luận là mô hình điều chỉnh thích hợp với dữ liệu thu thập từ thị trường.

Bảng 4.11 trình bày ước lượng của các tham số chính trong mô và hình 4.4 trình bày các ước lượng đã chuẩn hóa. Kết quả này cho thấy ba mối quan hệ có ý nghĩa thống kê ( $P < 5\%$ ), bao gồm mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và tinh thần làm chủ doanh nghiệp ( $H_2$ ); tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kết quả kinh doanh ( $H_1$ ); tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kỳ vọng hội nhập ( $H_4$ ). Kết quả này cũng cho chúng ta kết luận là các thang đo lường của các khái niệm trong mô hình lý thuyết chính thức đạt giá trị liên hệ lý thuyết vì mỗi một đo lường có mối liên hệ với các đo lường khác như đã kỳ vọng về mặt lý thuyết (Churchill, 1995). Trong quá trình ước lượng các mô hình đo lường và mô hình cấu trúc không có phương sai của sai số nào có giá trị âm (phụ lục 8.4) nên hiện tượng Heywood không xuất hiện ở bất kỳ mô hình nào.

**Bảng 4.11: Hệ số hồi quy của mô hình lý thuyết điều chỉnh**

Mối quan hệ	Ước lượng		SE	CR	P
	Chuẩn hóa	Chưa chuẩn hóa			
Tinh thần làm chủ DN ← $H_2$ Sự thay đổi cấu trúc SH	0,791	0,645	0,065	9,879	0,000
Kết quả kinh doanh ← $H_1$ Tinh thần làm chủ DN	0,767	0,944	0,089	10,554	0,000
Kỳ vọng hội nhập ← $H_4$ Tinh thần làm chủ DN	0,875	1,221	0,116	10,567	0,000

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*



**Hình 4.4. Kết quả SEM của mô hình lý thuyết điều chỉnh (chuẩn hóa)**

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*

#### 4.5.3. Kiểm định ước lượng mô hình lý thuyết điều chỉnh bằng bootstrap

Trong các phương pháp nghiên cứu định lượng bằng phương pháp lấy mẫu, thông thường chúng ta phải chia mẫu ra làm hai mẫu con, một nửa dùng để ước lượng các tham số của mô hình và một nửa dùng để đánh giá lại. Hay nói cách khác là lặp lại nghiên cứu bằng một mẫu khác, hai cách trên đây thường không thực tế vì phương pháp phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính đòi hỏi mẫu lớn nên việc lấy mẫu hai lần sẽ tốn kém nhiều thời gian và chi phí (Anderson & Gerbing, 1988). Trong những trường hợp như vậy thì bootstrap là phương pháp



phù hợp để thay thế (Schumacker & Lomax, 1996). Bootstrap là phương pháp lấy mẫu có thay thế trong đó mẫu ban đầu đóng vai trò làm đám đông.

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp bootstrap với số lượng mẫu lập lại là  $N = 1.000$ . Kết quả ước lượng từ 1.000 mẫu được tính trung bình kèm theo độ lệch chuẩn được trình bày trong bảng 4.12, có xuất hiện độ chệch nhưng không đáng kể. Trị tuyệt đối của C.R nhỏ hơn hoặc bằng 2 nên có thể nói là độ chệch là rất nhỏ, không có ý nghĩa thống kê ở độ tin cậy 95%. Vì vậy, có thể kết luận là các ước lượng trong mô hình lý thuyết điều chỉnh có thể tin cậy được, (các kết quả tính toán các ước lượng của phương pháp bootstrap xem phụ lục 8.5).

**Bảng 4.12: Kết quả ước lượng bằng bootstrap với  $N = 1.000$**

Mối quan hệ		Ước lượng	se	se(se)	mean	Bs	se(bs)	C. R
Tinh thần làm chủ DN	← Sự thay đổi cấu trúc SH	0,791	0,044	0.001	0,789	0.002	0.001	2
Kết quả kinh doanh	← Tinh thần làm chủ DN	0,767	0,042	0.001	0,767	0.000	0.001	0
Kỳ vọng hội nhập	← Tinh thần làm chủ DN	0,875	0,036	0.001	0,873	0.002	0.001	2

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*

*Ghi chú: se(se): sai lệch chuẩn của sai lệch chuẩn; bs: độ chệch; se(bs): sai lệch chuẩn của độ chệch.*

#### 4.5.4. Kiểm định giả thuyết

Mô hình lý thuyết đề xuất có năm giả thuyết nghiên cứu, sau khi kiểm định mô hình lý thuyết đề xuất, giả thuyết  $H_3$  và  $H_5$  bị từ chối. Sau khi điều chỉnh, mô hình lý thuyết còn lại ba giả thuyết là  $H_1$ ,  $H_2$ ,  $H_4$  được chấp nhận. Kết quả ước lượng bằng phương pháp ML và bootstrap trong phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính sau khi điều chỉnh cho thấy có ba mối quan hệ có ý nghĩa thống kê (Sig. = 0,000), có mối quan hệ dương giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và tinh thần làm chủ doanh nghiệp của doanh nghiệp cổ phần hóa ( $H_2$ ); có mối quan hệ dương giữa tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kỳ vọng hội nhập của doanh nghiệp cổ phần hóa ( $H_4$ ); có mối quan hệ dương giữa tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa ( $H_1$ ).

Cụ thể, kết quả kiểm định các giả thuyết như sau:

*H<sub>1</sub>: Tinh thần làm chủ doanh nghiệp có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

*H<sub>2</sub>: Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu có tác động tích cực đến tinh thần làm chủ doanh nghiệp của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

*H<sub>3</sub>: Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu không có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

*H<sub>4</sub>: Tinh thần làm chủ doanh nghiệp có tác động tích cực đến kỳ vọng hội nhập của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

*H<sub>5</sub>: Kỳ vọng hội nhập không có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

#### **4.6. Phân tích cấu trúc đa nhóm**

Trong giới hạn của nghiên cứu này, tác giả thực hiện phân tích cấu trúc đa nhóm (Multigroup Analysis) nhằm kiểm định có hay không sự khác biệt về mức độ tác động của sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước thực hiện cổ phần hóa, theo tỷ lệ nắm giữ phần vốn nhà nước trong doanh nghiệp cổ phần hóa là 49% và 51%.

Doanh nghiệp cổ phần hóa hoạt động theo hình thức công ty cổ phần. Theo luật doanh nghiệp (2014) thì trong công ty cổ phần chỉ cần nắm giữ từ 51% vốn điều lệ là có thể quyết định được hầu hết các vấn đề quan trọng của doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, trong phân tích cấu trúc đa nhóm, mẫu được chia thành hai nhóm doanh nghiệp, nhóm có tỷ lệ vốn nhà nước từ 49% trở xuống (181 doanh nghiệp) và nhóm có tỷ lệ vốn nhà nước từ 51% trở lên (139 doanh nghiệp) (chi tiết danh sách doanh nghiệp xem phụ lục 11). Một số ít các doanh nghiệp trong mẫu khảo sát có tỷ lệ vốn nhà nước nằm trong khoảng trên 49% và dưới 51%, để thuận tiện cho việc phân tích và trình bày, một số ít các doanh nghiệp này trong mẫu khảo sát được đưa vào nhóm tỷ lệ vốn nhà nước từ 51% trở lên.

Như đã đề cập, theo lý thuyết cũng như kết quả của nhiều nghiên cứu nước ngoài, sự thay đổi cấu trúc sở hữu thường có mối quan hệ dương với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa. Tuy nhiên, khi kiểm định giả thuyết  $H_3$  bị từ chối, nghĩa là không có mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt Nam. Vì vậy, mục đích của phân tích cấu trúc đa nhóm là nhằm khẳng định và xem xét lại mối quan hệ trên.

Phương pháp phân tích cấu trúc đa nhóm sẽ được thực hiện qua ba bước, trước tiên, ước lượng mô hình khả biến, tiếp theo, ước lượng mô hình bất biến, sau cùng, kiểm định Chi-square được sử dụng để quyết định lựa chọn mô hình. Nếu kiểm định Chi-square có P-value  $> 0,05$  tức không có sự khác biệt giữa mô hình khả biến và mô hình bất biến thì mô hình bất biến sẽ được chọn do có bậc tự do cao hơn. Ngược lại, nếu kiểm định Chi-square có P-value  $< 0,05$  thì mô hình khả biến sẽ được chọn do mô hình này có độ tương thích cao hơn (Nguyễn Đình Thọ & Nguyễn Thị Mai Trang, 2011).

Kết quả ước lượng mô hình khả biến, mô hình bất biến và kiểm định Chi-square được thể hiện ở bảng 4.13 (chi tiết thông số các ước lượng khác xem phụ lục 8.6 và 10.5) dưới đây:

**Bảng 4.13: Kiểm định Chi-square phân tích cấu trúc đa nhóm**

Mô hình	Chi-square	Df
Mô hình khả biến	825,618	406
Mô hình bất biến	830,258	411
Sai biệt	4,64	5
<b>Kiểm định Chi-Square</b>	<b>0,461373 &gt; 0,05</b>	

*Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu khảo sát của tác giả*

Bảng 4.13 cho thấy kết quả kiểm định Chi-square = 0,461373  $> 0,05$ . Như vậy, không có sự khác biệt giữa mô hình bất biến và mô hình khả biến nên mô hình bất biến sẽ được chọn do có bậc tự do cao hơn (Nguyễn Đình Thọ & Nguyễn Thị Mai Trang, 2011).

Kết quả phân tích cho thấy hệ số hồi quy chuẩn hóa và các thông số khác của mô hình bất biến giữa tỷ lệ vốn nhà nước  $\leq 49\%$  và tỷ lệ vốn nhà nước  $\geq 51\%$  khác nhau, hệ số hồi quy chưa chuẩn hóa của mô hình bất biến với nhóm tỷ lệ vốn nhà nước  $\leq 49\%$  và nhóm tỷ lệ vốn nhà nước  $\geq 51\%$  không có sự khác biệt (bảng 4.14 và bảng 4.15), chi tiết kết quả phân tích đa nhóm của các thông số khác xem phụ lục 8.6.

**Bảng 4.14: Hệ số hồi quy của mô hình bất biến trong phân tích cấu trúc đa nhóm (Nhóm tỷ lệ vốn nhà nước  $\leq 49\%$ ).**

Mối quan hệ		Ước lượng		SE	CR	P
		Chuẩn hóa	Chưa chuẩn hóa			
Tinh thần làm chủ DN	← Sự thay đổi cấu trúc SH	0,780	0,646	0,066	9,834	0,000
Kỳ vọng hội nhập	← Tinh thần làm chủ DN	0,872	1,236	0,119	10,357	0,000
Kết quả kinh doanh	← Tinh thần làm chủ DN	0,954	1,171	0,359	3,257	0,001
Kết quả kinh doanh	← Kỳ vọng hội nhập	-0,151	-0,131	0,194	-0,677	<b>0,499</b>
Kết quả kinh doanh	← Sự thay đổi cấu trúc SH	-0,151	-0,049	0,127	-0,388	<b>0,698</b>

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*

**Bảng 4.15: Hệ số hồi quy của mô hình bất biến trong phân tích cấu trúc đa nhóm (Nhóm tỷ lệ vốn nhà nước  $\geq 51\%$ ).**

Mối quan hệ		Ước lượng		SE	CR	P
		Chuẩn hóa	Chưa chuẩn hóa			
Tinh thần làm chủ DN	← Sự thay đổi cấu trúc SH	0,825	0,646	0,066	9,834	0,000
Kỳ vọng hội nhập	← Tinh thần làm chủ DN	0,889	1,236	0,119	10,357	0,000
Kết quả kinh doanh	← Tinh thần làm chủ DN	0,945	1,171	0,359	3,257	0,001
Kết quả kinh doanh	← Kỳ vọng hội nhập	-0,147	-0,131	0,194	-0,677	<b>0,499</b>
Kết quả kinh doanh	← Sự thay đổi cấu trúc SH	-0,151	-0,049	0,127	-0,388	<b>0,698</b>

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*

Dựa vào bảng 4.14 và bảng 4.15, cho thấy kết quả kiểm định giả thiết  $H_3$  bị từ chối (Sig.= 0,698);  $H_5$  bị từ chối (Sig.= 0,499), các giả thuyết khác  $H_1$ ,  $H_2$ ,  $H_4$ , có ý nghĩa thống kê (Sig.=0,000). Như vậy, khi chia mẫu thành hai nhóm với tỷ lệ vốn nhà nước  $\leq 49\%$  và tỷ lệ vốn nhà nước  $\geq 51\%$  trong doanh nghiệp cổ phần hóa, kết quả kiểm định giả thuyết  $H_3$  vẫn bị từ chối, nghĩa là với bộ dữ liệu thu thập được, không có mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt Nam

#### **4.7. Kiểm định biến trung gian tinh thần làm chủ doanh nghiệp**

Theo lý thuyết, biến trung gian phải thỏa mãn điều kiện biến độc lập giải thích được biến thiên của biến trung gian; biến trung gian giải thích được biến thiên của biến phụ thuộc; sự hiện diện của biến trung gian sẽ làm giảm mối quan hệ giữa biến độc lập và biến phụ thuộc, một biến được gọi là biến trung gian khi nó tham gia vào giải thích cho mối quan hệ giữa biến độc lập và biến phụ thuộc trong mô hình nghiên cứu (Baron & Kenny, 1986).

Kết quả phân tích bảng 4.16 và các thông số tại phụ lục 8.7 cho thấy khi không có biến tinh thần làm chủ doanh nghiệp thì trọng số hồi quy giữa nhân tố sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh là 0,613 và có ý nghĩa thống kê (Sig = 0,000). Khi có biến tinh thần làm chủ doanh nghiệp thì trọng số hồi quy giữa nhân tố sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh là -0,424 và không có ý nghĩa thống kê (Sig. = 0,162). Kết quả kiểm định này cho thấy khi xuất hiện biến tinh thần làm chủ doanh nghiệp đã làm giảm tác động giữa biến sự thay đổi cấu trúc sở hữu và biến kết quả kinh doanh. Như vậy, nhân tố tinh thần làm chủ doanh nghiệp có vai trò là biến trung gian giữa sự thay đổi cấu trúc sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.

**Bảng 4.16: Kết quả kiểm định biến trung gian tinh thần làm chủ DN**

Trước khi có biến tinh thần làm chủ doanh nghiệp trong mô hình:

Nhân tố		Nhân tố	Beta	S.E	C.R	P.Value
Kết quả kinh doanh	<-----	Sự thay đổi cấu trúc sở hữu	0,613	0,077	7,952	0,000

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*

Sau khi có biến tinh thần làm chủ doanh nghiệp trong mô hình:

Nhân tố		Nhân tố	Beta	S.E	C.R	P.Value
Kết quả kinh doanh	<-----	Sự thay đổi cấu trúc sở hữu	-0,424	0,303	-1.397	0,162
Tinh thần làm chủ DN	<-----	Sự thay đổi cấu trúc sở hữu	0,663	0,066	9,989	0,000
Kết quả kinh doanh	<-----	Tinh thần làm chủ DN	1,551	0,440	3,527	0,000

*Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu khảo sát của tác giả*

#### 4.8. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Mô hình lý thuyết có năm giả thuyết ( $H_1, H_2, H_3, H_4, H_5$ ) cần kiểm định, trong đó hai giả thuyết bị từ chối là giả thuyết  $H_3, H_5$ ; ba giả thuyết được chấp nhận là giả thuyết  $H_1, H_2, H_4$ .

##### Kết quả kiểm định giả thuyết $H_1$ và $H_2$

$H_1$ : Tinh thần làm chủ doanh nghiệp có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.

$H_2$ : Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu có tác động tích cực đến tinh thần làm chủ doanh nghiệp của doanh nghiệp cổ phần hóa.

Sau khi loại bỏ giả thuyết  $H_3$  và  $H_5$  ra khỏi mô hình nghiên cứu, kết quả ước lượng cho thấy mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và tinh thần làm chủ doanh nghiệp của doanh nghiệp cổ phần hóa có trọng số chuẩn hóa là 0,791 và có ý nghĩa thống kê (Sig. = 0,000); mối quan hệ giữa tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa có trọng

số chuẩn hóa là 0,767 và có ý nghĩa thống kê (Sig. = 0,000), như vậy, giả thuyết  $H_1$  và  $H_2$  được chấp nhận.

Doanh nghiệp cổ phần hóa hoạt động hiệu quả hơn rất nhiều so với trước kia là doanh nghiệp nhà nước (Bộ tài chính, 2016) mặc dù cấu trúc chủ sở hữu của doanh nghiệp thay đổi không đáng kể. Đó là do sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu xảy ra tại doanh nghiệp nhà nước thực hiện cổ phần hóa không tác động trực tiếp đến kết quả kinh doanh nhưng tác động gián tiếp đến kết quả kinh doanh thông qua biến trung gian tinh thần làm chủ doanh nghiệp.

Sở hữu nhà nước chi phối trong cấu trúc chủ sở hữu doanh nghiệp, cổ phần hóa không làm thay đổi cấu trúc sở hữu của nền kinh tế nhưng cạnh tranh đã buộc các doanh nghiệp cổ phần hóa phải tự thay đổi để tăng năng lực cạnh với các doanh nghiệp cổ phần hóa với nhau và với các doanh nghiệp khác. Tư nhân hóa hay cách gọi khác cổ phần hóa được xem như một phương tiện thúc đẩy cạnh tranh. Tư nhân hóa sẽ thúc đẩy cạnh tranh cho phép các công ty tư nhân cạnh tranh với các doanh nghiệp nhà nước, các doanh nghiệp cổ phần hóa cạnh tranh lẫn nhau, tạo áp lực buộc doanh nghiệp phải thay đổi thích nghi với môi trường mới để cải thiện kết quả kinh doanh (Stiglitz, 1998), chứ không phải chuyển doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần thì doanh nghiệp sẽ hoạt động hiệu quả hơn. Như chúng ta thấy trên thực tế các công ty cổ phần thuần túy của tư nhân vẫn hoạt động quan liêu, thậm chí quan liêu hơn cả doanh nghiệp nhà nước như trường hợp các doanh nghiệp tư nhân gia đình trị, các công ty tư nhân này chưa chắc đã phục vụ tốt hơn doanh nghiệp độc quyền nhà nước. Gia đình trị của công ty tư nhân hay độc quyền nhà nước của DNNN, tất cả đều có hại cho nền kinh tế, chỉ có cạnh tranh mới đem lại hiệu quả tốt cho nền kinh tế.

Bernier (2011) cho rằng chủ sở hữu chỉ là một yếu tố trong hệ thống phức tạp của mối quan hệ giữa doanh nghiệp nhà nước và môi trường thể chế nơi mà vai trò của ban giám đốc, cơ chế của sự hợp tác chi phối hoạt động của doanh nghiệp nhà nước. Garaca (2017) trên cơ sở nghiên cứu công phu với việc tổng

hợp hơn 150 nghiên cứu về sự thay đổi sở hữu của doanh nghiệp sau tư nhân hóa, đã kết luận rằng sự thay đổi cấu trúc sở hữu là một nhân tố rất quan trọng. Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu chỉ là một vấn đề trong rất nhiều vấn đề phức tạp của quản trị doanh nghiệp (corporate governance) tại các doanh nghiệp tư nhân hóa. Tuy nhiên, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu không thể giải quyết được tất cả các vấn đề mà doanh nghiệp nhà nước đang phải đối mặt, nỗ lực cải thiện quản trị doanh nghiệp như đổi mới, dám chấp nhận mạo hiểm và đáng chú ý nhất là tự chủ thay mới chiến lược trong quản lý là những nhân tố được tìm thấy trong rất nhiều nghiên cứu về cải thiện kết quả kinh doanh của doanh nghiệp tư nhân hóa. Nhiều nghiên cứu cũng kết luận rằng việc đơn thuần thay đổi cấu trúc chủ sở hữu không làm cho doanh nghiệp hoạt động tốt hơn, mà chính sự thay đổi trong quản lý và trong hoạt động của tổ chức kể từ khi tư nhân hóa là yếu tố then chốt mang lại sự thay đổi về kết quả kinh doanh (Loh et al., 2003).

Nghiên cứu về tư nhân hóa doanh nghiệp nhà nước tại Iran của Mohamad (2013), tác giả cũng kết luận rằng tư nhân hóa không chỉ đơn thuần là việc thay đổi quyền sở hữu mà quan trọng hơn là sự thay đổi lãnh đạo cấp cao. Tư nhân hóa phải được kèm theo những điều chỉnh về thị trường vốn và hệ thống ngân hàng quốc gia cũng như thay đổi các quy định theo sau cho phù hợp để doanh nghiệp hoạt động hiệu quả trong môi trường mới. Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu khi tư nhân hóa doanh nghiệp nhà nước sẽ không đảm bảo các doanh nghiệp tư nhân hóa sẽ tự thay đổi. Tác động của tinh thần làm chủ doanh nghiệp bằng cách tự chủ thay đổi chiến lược, mạo hiểm, đổi mới với chất xúc tác là sự cạnh tranh sẽ tạo điều kiện xảy ra sự thay đổi trong doanh nghiệp tư nhân hóa (Ramamurti, 2000; Uhlenbruck & DeCastro, 1998).

Cổ phần hóa hiểu một cách đơn giản là chuyển đổi doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần và hoạt động theo hình thức công ty cổ phần, một doanh nghiệp sẽ chỉ có sự thay đổi đột phá khi có sự chuyển đổi chủ sở hữu. Biến trung gian tinh thần làm chủ doanh nghiệp cho thấy sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu khi cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước làm cho hoạt động kinh doanh của doanh



nghiệp tốt hơn khi sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu phải kèm theo sự thay đổi trong doanh nghiệp, đó là nhân tố tinh thần làm chủ doanh nghiệp. Mặc dù chỉ là sự thay đổi sở hữu mang tính hình thức, nhà nước vẫn nắm giữ quyền quyết định trong doanh nghiệp với số phần vốn cổ phần chiếm tỷ lệ áp đảo, nhưng kết quả nghiên cứu có mối quan hệ dương giữa tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kết quả kinh doanh cho thấy trong doanh nghiệp cổ phần hóa đã có sự thay đổi, đó là sự chủ động trong thay đổi chiến lược, mạo hiểm và đổi mới.

Chương trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước đã trải qua 25 năm nhưng kết quả đạt được là quá chậm, chỉ là cổ phần hóa hình thức, đạt về số lượng chưa đạt về chất như kỳ vọng. Tuy nhiên, chính chương trình cổ phần hóa đã tạo ra một sự thay đổi lớn trong tư duy quản lý của các lãnh đạo doanh nghiệp nhà nước, đó là thay đổi trong nhận thức về quản lý kinh tế, kinh doanh trong nền kinh tế thị trường. Dưới áp lực của cạnh tranh, hội nhập khu vực và thế giới, nền kinh tế đang vận hành theo cơ chế thị trường, các lãnh đạo tại các doanh nghiệp cổ phần hóa buộc phải thay đổi để thích nghi, chính sự thay đổi trong nhận thức này đã góp phần hỗ trợ các doanh nghiệp cổ phần hóa hoạt động hiệu quả hơn.

Kết quả kiểm định giả thuyết  $H_1$  phù hợp với kết luận của Antoncic & Hisrish, (2003) và Ana et al., (2010) khi nghiên cứu mối quan hệ giữa tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kết quả kinh doanh trong các doanh nghiệp tư nhân hóa. Kết quả kiểm định giả thuyết  $H_2$  phù hợp với kết luận của Doh (2000), Zahra (1996), Romero-Martinez et al. (2010) về mối quan hệ dương giữa sự thay đổi cấu trúc sở hữu tại các doanh nghiệp tư nhân hóa và tinh thần làm chủ doanh nghiệp, sau tư nhân hóa các doanh nghiệp có tinh thần làm chủ doanh nghiệp ngày càng mạnh mẽ hơn. Vì vậy, giả thuyết  $H_1$ ,  $H_2$  được chấp nhận theo mối quan hệ dương là hợp lý trong bối cảnh của Việt Nam.

### **Kết quả kiểm định giả thuyết $H_3$**

*$H_3$ : Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu không có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

Kết quả ước lượng trong mô hình lý thuyết và trong phân tích cấu trúc đa nhóm cho thấy mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa không có ý nghĩa thống kê (Sig. = 0,603) cả trong mô hình lý thuyết và trong mô hình phân tích cấu trúc đa nhóm (Sig.= 0,698), như vậy, giả thuyết H<sub>3</sub> bị từ chối hoàn toàn. Giả thuyết H<sub>3</sub> không được chấp nhận, nghĩa là không có mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa, kể cả trong phân tích cấu trúc đa nhóm, nhóm có tỷ lệ vốn nhà nước nắm giữ  $\leq 49\%$  và nhóm có tỷ lệ vốn nhà nước nắm giữ  $\geq 51\%$ , kết quả kiểm định đều giống nhau là không có ý nghĩa thống kê. Đây là một kết quả bất ngờ khi tiếp cận đo lường kết quả kinh doanh theo phương pháp mức độ cảm nhận từ dữ liệu sơ cấp. Vì kết quả này ngược lại với hầu hết với các nghiên cứu khác trên thế giới khi tiếp cận theo phương pháp đo lường khách quan trên cơ sở dữ liệu tài chính thứ cấp.

Cổ phần hóa làm thay đổi cấu trúc chủ sở hữu của doanh nghiệp nhà nước, từ một doanh nghiệp với một chủ sở hữu duy nhất là nhà nước, khi cổ phần hóa sở hữu trong doanh nghiệp sẽ là đa sở hữu, với nhiều thành phần sở hữu khác nhau cùng tồn tại. Sau cổ phần hóa, loại hình sở hữu cổ đông lớn, sở hữu các tổ chức lớn và sở hữu nước ngoài có ảnh hưởng tích cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa là kết luận của nhiều nghiên cứu trước theo phương pháp đo lường khách quan (Objective performance). Trong đó, thành phần sở hữu nước ngoài thường được kỳ vọng làm thay đổi quản trị doanh nghiệp, phong cách quản trị, kỹ thuật công nghệ, văn hóa doanh nghiệp theo xu hướng quốc tế hóa doanh nghiệp. Tuy nhiên, cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước theo cách làm của Việt Nam với đặc trưng riêng biệt về môi trường chính trị - xã hội - kinh tế Việt Nam, giả thuyết H<sub>3</sub> bị từ chối, nghĩa là sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu không có mối quan hệ với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa theo phương pháp đo lường dựa trên mức độ cảm nhận (Subjective performance) là phù hợp với những lý do sau đây:

Cổ phần hóa tại Việt Nam chưa đi vào thực chất, nhà nước vẫn là cổ đông nắm giữ cổ phần chi phối trong doanh nghiệp. Trong mẫu khảo sát, trong tổng số 320 doanh nghiệp được khảo sát, 85 doanh nghiệp (26,5%) phần vốn nhà nước dưới 30%; 104 doanh nghiệp (32,5%) phần vốn nhà nước chiếm tỷ lệ từ 30% đến dưới 49%; 87 doanh nghiệp (27,2%) phần vốn nhà nước chiếm từ 51% đến dưới 65%; 44 doanh nghiệp (13,8%) phần vốn nhà nước chiếm trên 65% (Bảng 4.1). Dữ liệu thống kê này cho thấy, ngoài một số doanh nghiệp mà nhà nước không muốn nắm giữ cổ phần chi phối được thoái vốn hoàn toàn, hầu hết các doanh nghiệp còn lại nhà nước vẫn tiếp giữ nắm giữ cổ phần chi phối tại các doanh nghiệp cổ phần hóa trong thời gian qua. Theo điều 141 của Luật doanh nghiệp (2014), điều kiện tiến hành họp đại hội đồng cổ đông lần đầu được tiến hành khi có số cổ đông dự họp đại diện ít nhất 51% tổng số cổ phiếu biểu quyết. Như vậy, trên thực tế chỉ cần 26,01% số cổ phiếu có quyền biểu quyết trong lần họp thứ nhất (tức 51% của 51% số phiếu có quyền biểu quyết tham dự cuộc họp) là đủ để thông qua các vấn đề trong nghị quyết đại hội đồng cổ đông. Hay nói cách khác, nhà nước chỉ cần nắm giữ 26,01% vốn điều lệ trong doanh nghiệp là có thể chi phối được các quyết định của doanh nghiệp cổ phần hóa.

Ngoài ra, trong quá trình thu thập dữ liệu về tỷ lệ sở hữu nhà nước tại các doanh nghiệp cổ phần hóa, tác giả nhận thấy có tình trạng mua bán cổ phần lẫn nhau giữa các doanh nghiệp cổ phần hóa, giữa các doanh nghiệp cổ phần hóa và doanh nghiệp nhà nước (Cross-ownership). Hơn nữa, tại các doanh nghiệp mà nhà nước thoái vốn hoàn toàn, trong quá trình thu thập dữ liệu, tác giả cũng nhận thấy hầu như đối tượng nắm giữ cổ phần chi phối chính là lãnh đạo cũ của doanh nghiệp nhà nước trước kia. Thực trạng trên cho thấy mặc dù trên sổ sách thể hiện là vốn cổ phần của cổ đông tư nhân nhưng thực chất cổ đông tư nhân này chính là các nguyên lãnh đạo cấp cao và người thân của họ. Như vậy, có thể nói thực chất tỷ lệ vốn nhà nước tại các doanh nghiệp cổ phần hóa cao hơn nhiều so với báo cáo về tỷ lệ phần vốn nhà nước tại các doanh nghiệp cổ phần hóa.

Tổng hợp hơn 100 nghiên cứu định lượng theo phương pháp đo lường khách quan (Objective performance), Bachiller (2016) & Garaca (2017) cho rằng do đặc điểm của nền kinh tế đang chuyển đổi nên mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu của doanh nghiệp tư nhân hóa và kết quả kinh doanh vẫn chưa được xác định rõ ràng, nguyên nhân phần lớn là do ảnh hưởng của phương pháp tư nhân hóa, mức độ phát triển của quốc gia và sự can thiệp chính trị của nhà nước vào các doanh nghiệp tư nhân hóa mà nhà nước nắm giữ cổ phần chi phối. Nhiều nghiên cứu đã chứng minh rằng sự can thiệp chính trị có tác động theo cả hai hướng tích cực (Berkman et al., 2009; Fan et al., 2006; Francis et al., 2009; Li et al., 2008) và tiêu cực đến kết quả kinh doanh (Fan et al., 2006; Yuan, 2008). Trong các nền kinh tế chuyển đổi, sở hữu nhà nước chi phối trong doanh nghiệp tư nhân hóa có ưu điểm là nhận được sự ủng hộ về mặt chính trị trong các dự án, có quyền lực và lợi thế cạnh tranh trong các mối quan hệ, những điều này tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp trong hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, cũng có thể dẫn đến những rủi ro về mặt đạo đức (moral problems) theo quan điểm của lý thuyết người đại diện hay phục vụ lợi ích chính trị của những người làm chính trị theo quan điểm của lý thuyết lựa chọn công, gây ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp tư nhân hóa (Buck et al., 2008).

Mặt khác, tiếp cận theo phương pháp đo lường khách quan (Objective performance) để đánh giá mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu của các doanh nghiệp cổ phần hóa Việt Nam với kết quả kinh doanh, có bốn nghiên cứu định lượng cũng cho kết quả là chưa đủ căn cứ để chứng minh sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu tại các doanh nghiệp cổ phần hóa có tác động đến kết quả kinh doanh trên cơ sở mẫu dữ liệu thu thập. Cụ thể, nghiên cứu của Nguyễn Lê Quý Hiên (2012), tác giả thu thập dữ liệu từ 77 doanh nghiệp cổ phần hóa giai đoạn 2006 – 2010, kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ giữa sự chuyển biến sở hữu tại các doanh nghiệp cổ phần hóa và kết quả kinh doanh được đo lường bằng chỉ số ROE không có ý nghĩa thống kê. Nghiên cứu của Đoàn Ngọc Phúc (2014), tác giả thu thập dữ liệu từ 217 doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt Nam

giai đoạn 2010 – 2012, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy loại hình sở hữu nhà nước với bộ số liệu thu thập được chưa đủ căn cứ để chứng minh tác động có ý nghĩa thống kê đến kết quả kinh doanh khi lường bằng ROE và ROA. Nghiên cứu của Trần Hoàng Ngân & Phạm Quốc Việt (2016) về sở hữu lớn tại doanh nghiệp, với bộ dữ liệu thu thập của 345 công ty cổ phần và cổ phần hóa niêm yết giai đoạn 2009 – 2015. Kết quả phân tích cho thấy không có mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước tại các doanh nghiệp cổ phần hóa với kết quả kinh doanh khi đo lường bằng chỉ số ROE và Tobin's Q. Và mới nhất là nghiên cứu của Bùi Thanh Tráng & Hồ Xuân Tiến (2017), với bộ dữ liệu bảng thu thập từ 358 doanh nghiệp cổ phần hóa giai đoạn 2010 - 2015, kết quả phân tích cho thấy loại hình sở hữu nhà nước không có mối quan hệ với kết quả kinh doanh trường hợp đo lường bằng chỉ số Tobin's Q và ROE. Tác giả cũng kết luận, trường hợp của VN do quá trình cổ phần hóa diễn ra rất chậm, chính sách của nhà nước chưa thể hiện tính dứt khoát trong chương trình cổ phần hóa nên với bộ dữ liệu thu thập chưa kết luận được rõ ràng được mối quan hệ giữa hình thức sở hữu nhà nước và sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu khi cổ phần hóa với kết quả kinh doanh.

Nhằm khẳng định nguyên nhân giả thuyết H<sub>3</sub> bị bác bỏ, tác giả đã thực hiện thêm một nghiên cứu định tính sau định lượng với 3 chuyên gia trong lĩnh vực cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước bao gồm 2 chuyên gia độc lập và 1 chuyên gia trực thuộc hội đồng quản trị của một doanh nghiệp lớn tại Tp.HCM (phụ lục 9). Kết quả nghiên cứu các chuyên gia đều thống nhất rằng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước trong thời gian qua chưa đi vào thực chất, chỉ đạt về số lượng chưa đạt về chất lượng, thành quả lớn nhất của chương trình cổ phần hóa trong thời gian qua là sự thay đổi trong tư duy, trong nhận thức của lãnh đạo doanh nghiệp nhà nước để thích ứng với quy luật của nền kinh tế thị trường. Các chuyên gia cũng cho rằng kết quả này phù hợp với phương thức cổ phần hóa riêng biệt của Việt Nam là cổ phần hóa từng phần và có chọn lọc để rút kinh nghiệm nhằm tránh thất thoát tài sản của nhà nước, làm rối loạn thị trường tài

chính cũng như ngăn ngừa sự thất bại từ bài học tư nhân hóa hàng loạt ở các nước Đông Âu và Liên bang Nga trước đây vào những năm 1990.

Có thể thấy rằng, tại Việt Nam, quá trình cổ phần hóa đã trải qua hơn 25 năm nhưng vẫn chưa làm chuyển dịch cấu trúc chủ sở hữu của nền kinh tế, nhà nước vẫn nắm giữ hầu hết vốn trong doanh nghiệp cổ phần hóa, nhà nước vẫn là cổ đông nắm giữ cổ phần chi phối trong doanh nghiệp, hay nói cách khác, cổ phần hóa chưa đi vào thực chất. Vì vậy, với phương pháp đo lường theo mức cảm nhận (Subjective performance), kết quả kiểm định giả thuyết  $H_3$  sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu của doanh nghiệp cổ phần hóa không có mối quan hệ trực tiếp với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp là phù hợp trong môi trường cổ phần hóa đặc trưng của Việt Nam.

#### **Kết quả kiểm định giả thuyết $H_4$**

*$H_4$ : Tinh thần làm chủ doanh nghiệp có tác động tích cực đến kỳ vọng hội nhập của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

Sau khi loại bỏ giả thuyết  $H_3$  và  $H_5$  ra khỏi mô hình nghiên cứu, kết quả ước lượng cho thấy mối quan hệ giữa tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kỳ vọng hội nhập của doanh nghiệp cổ phần hóa có trọng số chuẩn hóa là 0,875 và có ý nghĩa thống kê (Sig. = 0,000), như vậy giả thuyết  $H_4$  được chấp nhận.

Tinh thần làm chủ doanh nghiệp thể hiện năng lực của doanh nghiệp cổ phần hóa, doanh nghiệp có tinh thần làm chủ cao luôn chủ động trong kinh doanh, sẵn sàng chấp nhận mạo hiểm để theo đuổi theo đuổi các cơ hội kinh doanh trên thị trường. Sau cổ phần hóa, doanh nghiệp nhà nước hoạt động theo hình thức công ty cổ phần, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu này là sự thay đổi mang tính đột phá, bước ngoặt tạo tiền đề để doanh nghiệp thay đổi, cải thiện năng lực quản lý, kinh doanh trong môi trường mới.

Hội nhập đã tạo cơ hội cho các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào Việt Nam, kỳ vọng cơ hội tái cấu trúc doanh nghiệp theo xu hướng quốc tế hóa. Hội nhập kinh tế quốc tế trong những năm qua tại Việt Nam diễn ra rất mạnh mẽ về

chiều rộng lẫn chiều sâu, sự hội nhập mạnh mẽ của Việt Nam vào nền kinh tế thế giới cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán đã tạo điều kiện cho các nhà đầu tư nước ngoài tiếp cận các công ty cổ phần hóa. Sự khẳng định hội nhập là xu hướng tất yếu khách quan của chính phủ đi kèm các chính sách đã tạo niềm tin cho các nhà tư nước ngoài vào Việt Nam ngày càng tăng trong thời gian qua. Đặc biệt, đối với các doanh nghiệp cổ phần hóa đã niêm yết trên sàn chứng khoán là những doanh nghiệp có tính minh bạch cao, là đối tượng được các nhà đầu tư, quỹ đầu tư quốc tế luôn quan tâm theo dõi.

Tinh thần làm chủ doanh nghiệp càng cao thì kỳ vọng về cơ hội hội nhập kinh tế quốc tế của doanh nghiệp càng cao, vì vậy, giả thuyết H<sub>4</sub> được chấp nhận theo mối quan hệ dương là hợp lý. Kết quả kiểm định giả thuyết H<sub>4</sub> phù hợp với kết quả nghiên cứu của Nguyễn Đình Thọ & Nguyễn Thị Mai Trang (2009) về mối quan hệ dương giữa định hướng làm chủ doanh nghiệp (Entrepreneurial orientation) và kỳ vọng WTO.

#### **Kết quả kiểm định giả thuyết H<sub>5</sub>**

*H<sub>5</sub>: Kỳ vọng hội nhập không có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.*

Kết quả ước lượng trong mô hình lý thuyết đề xuất cho thấy mối quan hệ giữa kỳ vọng hội nhập và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa không có ý nghĩa thống kê (Sig. = 0,330). Như vậy, giả thuyết H<sub>5</sub> bị từ chối, nghĩa là không có mối quan hệ giữa kỳ vọng hội nhập và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.

Việt Nam đang trong quá trình hội nhập mạnh mẽ vào nền kinh tế thế giới và cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước tạo điều kiện thuận lợi cho quá trình quốc tế hóa doanh nghiệp của Việt Nam. Trong môi trường hội nhập, các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp cổ phần hóa nói riêng có điều kiện thuận lợi tìm kiếm đối tác chiến lược nước ngoài để hợp tác. Với thế mạnh về quản trị doanh nghiệp ở cấp đa quốc gia, kỹ thuật công nghệ hiện đại, các mối quan hệ

rộng lớn của các đối tác chiến lược nước ngoài sẽ giúp các doanh nghiệp cổ phần hóa nhanh chóng hội nhập kinh tế và quốc tế hóa doanh nghiệp.

Tuy nhiên, tính từ năm 2007 đến nay, khoảng 750 doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hóa nhưng chỉ có 150 doanh nghiệp thực hiện niêm yết trên sàn chứng khoán (Tạp chí tài chính, 2018) đạt tỷ lệ 20%. Nếu tính tổng số doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa đến tháng 9/2017 là 4.529 so với số lượng doanh nghiệp nhà nước đã niêm yết trên sàn chứng khoán là 380 theo tổng hợp số liệu từ công ty Vietstock thì tỷ lệ doanh nghiệp cổ phần hóa niêm yết chỉ đạt 8%. Nhà nước giữ cổ phần chi phối tại các doanh nghiệp cổ phần hóa và việc các doanh nghiệp cổ phần hóa không nhanh chóng niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán đã thể hiện một sự thiếu minh bạch, làm mất niềm tin của doanh nghiệp và các nhà đầu tư nước ngoài vào chương trình cổ phần hóa của chính phủ, ảnh hưởng tiêu cực đến sự kỳ vọng của doanh nghiệp vào quá trình tìm kiếm đối tác hợp tác góp vốn, đối tác chiến lược nước ngoài để quốc tế hóa doanh nghiệp trong môi trường hội nhập khu vực và thế giới.

Một chi tiết đáng chú ý nhất đó là việc Hoa Kỳ tuyên bố rút khỏi hiệp định TPP vào đầu năm 2017, việc Mỹ rút khỏi TPP sẽ khiến cho TPP đứng trước nguy cơ thất bại cao. Mỹ là nước có quy mô kinh tế lớn nhất trong TPP, là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với tỷ trọng 22,1% vào năm 2017 (Ủy ban giám sát tài chính quốc gia, 2018). Hơn nữa, quan hệ giữa Việt Nam và Hoa Kỳ là 2 bên cùng có lợi, 2 nền kinh tế cùng bổ sung cho nhau và ít cạnh tranh với nhau. Thậm chí, ngay cả khi TPP được thông qua mà không có Mỹ, Hiệp định này cũng sẽ mất đi ý nghĩa với Việt Nam và nhiều nước thành viên còn lại vì Mỹ được trông đợi sẽ là quốc gia có ảnh hưởng lớn nhất trong TPP. Làn sóng đầu tư vào Việt Nam để đón đầu hiệp định TPP từ những năm trước sẽ dừng lại vì các dự án này vào Việt Nam chủ yếu để sản xuất hàng hóa xuất khẩu sang Mỹ. Hầu hết các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp cổ phần hóa nói riêng đều đặt niềm hi vọng vào hiệp định TPP với vai trò dẫn đầu của Hoa Kỳ, hi vọng sự minh bạch, tạo niềm tin, làn sóng đầu tư mạnh mẽ vào Việt Nam khi hiệp định



được thực thi sau bao năm đàm phán và chờ đợi. Đặc biệt, hiệp định TPP là một hiệp định có ý nghĩa và tầm quan trọng nhất đối với vấn đề liên quan đến doanh nghiệp nhà nước và cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước. Tuy nhiên, sự kỳ vọng càng lớn vào kết quả của các vòng đàm phán bao nhiêu thì sự thất vọng càng lớn gấp bội khi Hoa Kỳ tuyên bố rút khỏi hiệp định TPP.

Ngoài ra, việc tuyên bố chính sách “Nước Mỹ trên hết” của tổng thống Donald Trump khi đắc cử cũng gây ảnh hưởng mạnh đến sự thặng dư trong cán cân thương mại giữa Việt Nam và Hoa Kỳ. Vào năm 2017, Việt Nam xuất sang Mỹ lượng hàng hóa tổng giá trị 41,6 tỷ USD nhưng chỉ nhập khẩu có 9,2 tỷ USD, nâng mức thặng dư thương mại lên con số 32,4 tỷ USD với Mỹ. Cân bằng cán cân thương mại theo học thuyết “Nước Mỹ trên hết” của Tổng thống Donald Trump sẽ gây áp lực rất lớn đến khả năng xuất khẩu của các doanh nghiệp Việt Nam vào thị trường Hoa Kỳ, một trong những thị trường xuất khẩu chủ lực và quan trọng của Việt Nam. Điều này có thể ảnh hưởng tiêu cực đến quá trình hội nhập kinh tế mạnh mẽ và quyết liệt của Việt Nam vào nền kinh tế thế giới.

Kết quả của nghiên cứu phù hợp với nghiên cứu của Danson & Deogratias (2016), nghiên cứu chỉ ra rằng tại các quốc gia phát triển có mối quan hệ dương giữa hội nhập kinh tế và kết quả kinh doanh, trong khi tại các nước đang phát triển thì kết quả chưa được thống nhất. Nghiên cứu Sen et al., (2015) về ảnh hưởng của các hiệp định thương mại song phương giữa Trung Quốc và Ấn Độ cũng cho kết quả chưa rõ ràng là xu hướng tích cực hay tiêu cực. Riedel & Slany (2015) sử dụng dữ liệu bảng từ giai đoạn 1995-2010 để nghiên cứu ảnh hưởng của hội nhập đến các hiệp định song phương và kết luận chưa có cơ sở để khẳng định mối quan hệ này với Cộng đồng phát triển Nam Phi (SADC) và cộng đồng Bắc Phi (EAC). Vì vậy, giả thuyết H<sub>5</sub> không được chấp nhận theo mối quan hệ dương là hợp lý trong bối cảnh của Việt Nam.

#### 4.9. Tóm tắt chương 4

Chương này trình bày kết quả kiểm định mô hình đo lường, mô hình lý thuyết, phân tích cấu trúc đa nhóm, kiểm định biến trung gian tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kiểm định các giả thuyết nghiên cứu. Kết quả kiểm định mô hình đo lường cho thấy tất cả các khái niệm đo lường đều đạt được độ tin cậy, giá trị phân biệt và giá trị hội tụ. Kiểm định mô hình lý thuyết cho thấy giả thuyết  $H_3$  và  $H_5$  bị từ chối; giả thuyết  $H_1$ ,  $H_2$  và  $H_4$  được chấp nhận theo mối quan hệ dương. Kết quả kiểm định các ước lượng của kiểm định bootstrap cho thấy các tham số ước lượng của mô hình lý thuyết điều chỉnh đạt độ tin cậy. Kiểm định biến trung gian tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Corporate entrepreneurship) cho thấy biến này có vai trò trung gian giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa. Sau cùng, là phần thảo luận về kết quả nghiên cứu, chương tiếp theo sẽ trình bày kết luận và hàm ý quản trị.

## CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý QUẢN TRỊ

Chương này bao gồm hai phần chính, kết luận tóm tắt các kết quả chủ yếu của nghiên cứu và hàm ý quản trị, cuối cùng, là nêu các hạn chế của nghiên cứu và đề xuất các hướng nghiên cứu tiếp theo.

### 5.1. Kết luận

Luận án được thực hiện theo cách tiếp cận phương pháp đo lường mức độ cảm nhận (Subjective performance) với mục tiêu khám phá các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa và mối quan hệ giữa các nhân tố này với trường hợp nghiên cứu các doanh nghiệp nhà nước Việt Nam đã thực hiện chuyển đổi thành công ty cổ phần, giải thích nguyên nhân của sự khác biệt giữa lý thuyết và thực tiễn của cổ phần hóa tại Việt Nam. Trên cơ sở đó, đề xuất hàm ý quản trị cho lãnh đạo doanh nghiệp và các ban ngành, làm cơ sở khoa học cho việc ra các quyết định thực hiện chương trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước trong bối cảnh hội nhập kinh tế khu vực và thế giới.

Dựa vào lý thuyết cổ phần hóa, lý thuyết hội nhập, thang đo lường giá trị của các nhân tố liên quan đã có trên thế giới và nghiên cứu định tính tại Việt Nam, mô hình lý thuyết được đưa ra biểu diễn mối quan hệ giữa các nhân tố sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, tinh thần làm chủ doanh nghiệp, kỳ vọng hội nhập và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.

Phương pháp nghiên cứu sử dụng để kiểm định mô hình đo lường và mô hình lý thuyết gồm hai bước chính: Nghiên cứu sơ bộ và nghiên cứu chính thức. Nghiên cứu sơ bộ bao gồm hai nghiên cứu: nghiên cứu sơ bộ định tính được thực hiện thông qua kỹ thuật phỏng vấn sâu và thảo luận nhóm, nghiên cứu sơ bộ định lượng được thực hiện thông qua kỹ thuật phỏng vấn trực tiếp, gửi qua e-mail với mẫu có kích thước  $n = 120$ . Thang đo được đánh giá sơ bộ thông qua phương pháp độ tin cậy Cronbach's alpha và phân tích nhân tố khám phá EFA với phần mềm SPSS phiên bản 16. Nghiên cứu chính thức được thực hiện bằng phương

pháp định lượng thông qua kỹ thuật phỏng vấn trực tiếp và gửi qua e-mail với mẫu có kích thước  $n = 320$ .

Nghiên cứu chính thức được dùng để khẳng định độ tin cậy, giá trị của các thang đo và kiểm định mô hình lý thuyết. Phương pháp phân tích nhân tố khám phá EFA, phân tích nhân tố khẳng định CFA được dùng để kiểm định thang đo và phương pháp phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính SEM thông qua phần mềm xử lý số liệu thống kê thế hệ thứ hai AMOS phiên bản 20. Phương pháp ước lượng ML được sử dụng để kiểm định độ thích ứng của mô hình lý thuyết và các giả thuyết nghiên cứu.

Phương pháp bootstrap, phương pháp lấy mẫu lập lại có thay thế, trong đó mẫu ban đầu đóng vai trò là đám đông được sử dụng để ước lượng lại các tham số của mô hình lý thuyết đã được ước lượng bằng phương pháp ML nhằm khẳng định lại mức tin cậy của các ước lượng trong mô hình lý thuyết.

Phương pháp phân tích cấu trúc đa nhóm được thực hiện để kiểm định sự khác biệt giữa hai nhóm doanh nghiệp, nhóm doanh nghiệp cổ phần hóa với tỷ lệ vốn nhà nước nắm giữ  $\leq 49\%$  và nhóm doanh nghiệp cổ phần hóa với tỷ lệ vốn nhà nước nắm giữ  $\geq 51\%$ .

Kết quả của mô hình đo lường cho thấy sau khi đã bổ sung và điều chỉnh, các thang đo đều đạt độ tin cậy và giá trị. Thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp (ENP) là thang đo đa hướng bao gồm ba thành phần thay mới chiến lược (Strategic renewal), mạo hiểm (Venturing) và đổi mới (Innovativeness) với 11 biến quan sát. Thang đo sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu (OS) với 3 biến quan sát, thang đo kỳ vọng hội nhập (IE) với 3 biến quan sát và thang đo kết quả kinh doanh (P) với 5 biến quan sát.

Kết quả của mô hình lý thuyết cho thấy có sự phù hợp giữa mô hình lý thuyết với dữ liệu thị trường, việc từ chối hay chấp nhận các giả thuyết đều có ý nghĩa thiết thực trong thực tiễn. Có năm giả thuyết trong mô hình nghiên cứu, trong đó hai giả thuyết bị bác bỏ là giả thuyết  $H_3$  và  $H_5$ ; ba giả thuyết được chấp

nhận là giả thuyết  $H_1$ ,  $H_2$ ,  $H_4$ . Nhân tố tinh thần làm chủ doanh nghiệp đóng vai trò là biến trung gian giữa sự thay đổi cấu trúc sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.

Giả thuyết  $H_1$  được chấp nhận, tức là có mối quan hệ dương giữa tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa. Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu chỉ là một vấn đề quan trọng trong rất nhiều vấn đề phức tạp của quản trị doanh nghiệp (corporate governance) tại các doanh nghiệp cổ phần hóa, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu không thể giải quyết được tất cả các vấn đề mà doanh nghiệp nhà nước đang phải đối mặt, nỗ lực cải thiện quản trị doanh nghiệp như thay mới chiến lược (Strategic renewal), mạo hiểm (Venturing), đổi mới (Innovativeness) là những nhân tố được tìm thấy trong rất nhiều nghiên cứu về cải thiện kết quả kinh doanh của DN cổ phần hóa.

Giả thuyết  $H_2$  được chấp nhận, tức là có mối quan hệ dương giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và tinh thần làm chủ doanh nghiệp của doanh nghiệp cổ phần hóa. Kết quả kiểm định giả thuyết  $H_2$  cho thấy những thay đổi trong doanh nghiệp chỉ xảy ra mạnh mẽ, khác biệt khi có sự thay đổi chủ sở hữu, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu làm tiền đề cho những thay đổi có tính đột phá trong doanh nghiệp cổ phần hóa. Cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam không chỉ đơn thuần là làm thay đổi chủ sở hữu, đa dạng hóa các loại hình sở hữu trong doanh nghiệp cổ phần hóa để cải thiện kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, mà chính sự thay đổi trong quản lý, trong tư duy điều hành của nhà quản trị mới tác động trực tiếp đến kết quả kinh doanh. Dưới áp lực của cạnh tranh, áp lực của nền kinh tế thị trường buộc các lãnh đạo doanh nghiệp phải thay đổi tư duy, quan điểm lãnh đạo để doanh nghiệp cổ phần hóa thích ứng với môi trường kinh doanh mới và hoạt động hiệu quả hơn.

Giả thuyết  $H_3$  bị từ chối trong mô hình lý thuyết và trong phân tích cấu trúc đa nhóm, nghĩa là không có mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa theo phương pháp đo

lượng mức độ cảm nhận. Kết quả này cho thấy rằng chương trình cổ phần hóa trong thời gian qua chưa làm thay đổi cấu trúc sở hữu của nền kinh tế, sở hữu nhà nước vẫn chi phối tại hầu hết các doanh nghiệp cổ phần hóa, kết quả kiểm định giả thuyết H<sub>3</sub> cho thấy rằng tại các doanh nghiệp cổ phần hóa của Việt Nam với cỡ mẫu nghiên cứu  $n = 320$ , tại thời điểm nghiên cứu sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu không tác động trực tiếp đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp mà tác động gián tiếp đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa qua biến trung gian là tinh thần làm chủ doanh nghiệp.

Giả thuyết H<sub>4</sub> được chấp nhận, tức là có mối quan hệ dương giữa tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kỳ vọng hội nhập của doanh nghiệp cổ phần hóa, kết quả này cho thấy các doanh nghiệp cổ phần hóa kỳ vọng quá trình hội nhập là cơ hội để tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược, tạo thuận lợi cho quá trình quốc tế hóa doanh nghiệp thành công, mở rộng cánh cửa để tìm kiếm thị trường mới, hỗ trợ tăng quy mô và tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có tinh thần làm chủ cao luôn tìm kiếm các cơ hội kinh doanh trong môi trường hội nhập. Quá trình hội nhập kinh tế thế giới đã tạo điều kiện cho các doanh nghiệp cổ phần hóa có tinh thần làm chủ cao luôn có xu hướng nhận dạng được những lợi ích do hội nhập đem lại. Doanh nghiệp rất kỳ vọng vào quá trình hội nhập kinh tế của nhà nước, hội nhập kinh tế ngày càng mạnh mẽ tạo ra sự kỳ vọng về cơ hội kinh doanh, cơ hội tái cấu trúc, cơ hội nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp hiện đại từ các đối tác chiến lược lớn trên thế giới.

Giả thuyết H<sub>5</sub> bị từ chối, nghĩa là không có mối quan hệ giữa kỳ vọng hội nhập và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa, kết quả này cho thấy rằng việc nhà nước chậm thoái vốn trong các doanh nghiệp cổ phần hóa, cùng với sự chậm trễ của các doanh nghiệp cổ phần hóa khi niêm yết cổ phiếu trên sàn giao dịch chứng khoán và sự rút lui chính thức của Hoa Kỳ vào đầu năm 2017 đối với hiệp định TPP đã làm thất vọng của doanh nghiệp về cơ hội tìm kiếm đối tác chiến lược nước ngoài để quốc tế hóa doanh nghiệp trong môi trường kinh doanh ngày càng năng động và thách thức.

Kiểm định biến trung gian cho thấy trong mô hình, nhân tố tinh thần làm chủ doanh nghiệp với ba thành phần thay mới chiến lược, mạo hiểm, đổi mới có vai trò là biến trung gian trong mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa. Tiếp cận theo hướng đo lường mức độ cảm nhận đã phát hiện ra vai trò của biến trung gian tinh thần làm chủ doanh nghiệp trong mô hình nghiên cứu. Vai trò của biến trung gian đã giải thích được thực trạng cổ phần hóa tại Việt Nam, cổ phần hóa chưa làm thay đổi cấu trúc chủ sở hữu của nền kinh tế, nhà nước vẫn nắm giữ cổ phần chi phối trong phần lớn các doanh nghiệp cổ phần hóa nhưng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp vẫn rất khả quan theo báo cáo mặc dù theo lý thuyết, sở hữu nhà nước là loại hình sở hữu kém hiệu quả, là do kết quả kinh doanh của DN cổ phần hóa không chịu sự tác động trực tiếp từ sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu mà chịu sự tác động gián tiếp qua nhân tố tinh thần làm chủ doanh nghiệp.

Ngoài việc đóng góp về mặt thực tiễn là giải thích nguyên nhân của sự khác biệt giữa lý thuyết và thực tiễn cổ phần hóa tại VN trong bối cảnh hội nhập kinh tế thế giới, kết quả của nghiên cứu còn đóng góp về mặt lý thuyết với nhân tố tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Corporate entrepreneurship) gồm ba thành phần thay mới chiến lược, mạo hiểm và đổi mới đóng vai trò là biến trung gian ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa. Đồng thời, củng cố lý thuyết người đại diện với trường hợp người đại diện vốn nhà nước trong doanh nghiệp cổ phần hóa theo cách đặc trưng của Việt Nam. Ngoài ra, mô hình lý thuyết các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa với phương pháp đo lường mức độ cảm nhận (Subjective performance) của nghiên cứu góp phần bổ sung vào hệ thống lý thuyết về cổ phần hóa và kết quả kinh doanh đã có trên thế giới, các nhà nghiên cứu hàn lâm có thể xem mô hình này như là một mô hình tham khảo cho các nghiên cứu về cổ phần hóa và kết quả kinh doanh tại các nước có nền kinh tế đang chuyển đổi.

Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cho thấy khi đánh giá kết quả kinh doanh của các công ty đại chúng, tiếp cận theo hướng đo lường mức độ cảm nhận sẽ hỗ

trợ thêm cách đánh giá kết quả kinh doanh bằng các chỉ số tài chính truyền thống, để cổ đông và các nhà đầu tư hay công chúng có cái nhìn tổng quát, toàn diện về kết quả kinh doanh của công ty đại chúng, cụ thể là các doanh nghiệp cổ phần hóa. Các nghiên cứu về mối quan hệ giữa cổ phần hóa và kết quả kinh doanh theo hướng đo lường khách quan (Objective performance) với các chỉ số tài chính truyền thống khó giải thích được đặc trưng của cổ phần hóa tại Việt Nam, nghiên cứu của luận án tiếp cận theo hướng đo lường mức độ cảm nhận (Subjective performance) đã giải quyết được mục tiêu nghiên cứu.

## **5.2. Hàm ý quản trị**

### **5.2.1. Đối với nhân tố sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu**

Kết quả kiểm định giả thuyết H<sub>3</sub> cho thấy không có mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa. Thực tế cho thấy khi thực hiện cổ phần hóa và sau cổ phần hóa, tỷ lệ phần vốn nhà nước còn trong doanh nghiệp chiếm tỷ trọng lớn, thậm chí tuyệt đối trong cơ cấu chủ sở hữu vốn nên nhà nước vẫn nắm giữ quyền chi phối trong doanh nghiệp cổ phần hóa. Hay nói cách khác, cổ phần hóa chưa làm thay đổi cấu trúc chủ sở hữu của nền kinh tế, thành phần kinh tế nhà nước vẫn là lực lượng chủ đạo trong nền kinh tế quốc dân, mặc dù lý thuyết người đại diện, lý thuyết quyền sở hữu, lý thuyết lựa chọn công và thực tiễn đã chứng minh sở hữu nhà nước là loại hình sở hữu kém hiệu quả nhất trong các loại hình sở hữu.

Điều này cho thấy cổ phần hóa tại Việt Nam chưa đúng với bản chất, vẫn còn là cổ phần hóa hình thức, đạt về số lượng nhưng chưa đạt về chất lượng. Doanh nghiệp cổ phần hóa có phần vốn của nhà nước nắm giữ cổ phần chi phối còn rất lớn, làm giảm mức độ hấp dẫn các nhà đầu tư lớn, nhà đầu tư nước ngoài chuyên nghiệp tham gia vào quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước, tạo rào cản cho nền tảng thay đổi quản trị doanh nghiệp theo hướng hiện đại, trong khi đó, cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước là xu thế tất yếu trong quá trình hội nhập kinh tế khu vực và thế giới. Vì vậy, cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước cần đi



vào thực chất hơn nhằm tạo sự bình đẳng cho mọi loại hình sở hữu trong qua trình thực hiện cổ phần hóa, thúc đẩy cạnh tranh, tạo sự minh bạch cho nền kinh tế trong quá trình hội nhập, tạo điều kiện cải thiện kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa nói riêng và doanh nghiệp nói chung.

Từ kết quả kiểm định không có mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh, chúng ta cần phải thận trọng hơn trong quá trình cổ phần hóa. Trong giai đoạn hiện nay, việc xây dựng các chính sách để kiểm soát sự thất thoát, tẩu tán vốn nhà nước khi thực hiện cổ phần hóa là rất quan trọng và cấp bách. Sự bất bình đẳng về tài sản, tài sản nhà nước chuyển sang các cá nhân một cách hợp pháp là thực trạng đã diễn ra, đang diễn ra và có thể sẽ tiếp tục diễn ra một khi nhà nước chưa có đủ các biện pháp để kiểm soát sự thất thoát vốn nhà nước khi tiếp tục đẩy nhanh quá trình cổ phần hóa trong thời gian tới.

Thay đổi cấu trúc chủ sở hữu theo hướng giảm tỷ lệ sở hữu vốn nhà nước khi cổ phần hóa là xu thế tất yếu của hội nhập, là hướng đi đúng để cải thiện kết quả kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước và của nền kinh tế quốc gia. Tuy nhiên, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu này sẽ không có ý nghĩa nếu nhà nước chưa kiểm soát được tài sản của doanh nghiệp trong quá trình cổ phần hóa mà tiến hành bán vốn nhà nước một cách nhanh chóng để đạt kế hoạch theo số lượng, thì điều này có thể dẫn đến kết quả ngược lại. Đó là sự bất ổn trong xã hội do sự bất bình đẳng về tài sản, tài sản chung của nhân dân có thể lại tiếp tục rơi vào một số cá nhân một cách hợp pháp như trong thời gian qua. Cổ phần hóa đi vào thực chất, thúc đẩy nhanh quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước trong thời gian tới thì trước tiên nhà nước cần phải hoàn thiện cơ chế, chính sách, các văn bản pháp luật để ngăn chặn các hành vi cơ hội, trục lợi cá nhân để ngăn chặn thất thoát tài sản của nhân dân.

Đặc biệt nhất, đó là vấn đề người đại diện vốn nhà nước tại doanh nghiệp, như nhiều chuyên gia nhận định đây là vấn đề rất phức tạp. Cho đến nay chính phủ vẫn chưa có cơ chế chính sách rõ ràng để giải quyết vấn đề thực hiện chức

năng đại diện chủ sở hữu nhà nước tại doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp cổ phần hóa còn vốn nhà nước. Chủ sở hữu của doanh nghiệp nhà nước thực chất là sở hữu toàn dân và nhà nước là đại diện cho sở hữu toàn dân. Tuy nhiên, vấn đề đại diện sở hữu của toàn dân tại doanh nghiệp hiện nay chông chéo, rất phức tạp, quá nhiều đầu mối liên quan thực hiện quyền và nghĩa đại diện sở hữu vốn nhà nước tại doanh nghiệp. Chức năng sở hữu và chức năng quản lý vốn nhà nước chưa tách bạch dẫn đến sự thiếu chuyên nghiệp của tổ chức thực hiện chức năng sở hữu vốn nhà nước, sự giám sát không hiệu quả và làm tăng chi phí người đại diện, tạo điều kiện cho tham nhũng, gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến nền kinh tế nước nhà. Vì vậy, vấn đề người đại diện vốn nhà nước trong doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp cổ phần hóa có vốn nhà nước chi phối và doanh nghiệp cổ phần hóa có vốn nhà nước cần phải được ban hành thành những chính sách cụ thể, quy định một cách minh bạch và công khai trước khi tiếp tục đẩy mạnh cổ phần hóa, thoái vốn doanh nghiệp nhà nước trên quan điểm vốn của những doanh nghiệp này thực chất là sở hữu của toàn dân.

Hơn 25 năm thực hiện chương trình sắp xếp và cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, đến nay chính phủ vẫn chưa xác định được ai là chủ sở hữu thật sự đại diện cho sở hữu toàn dân tại các doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp cổ phần hóa còn vốn nhà nước. Hiện nay, một siêu ủy ban để thực hiện các quyền và trách nhiệm của cơ quan đại diện chủ sở hữu nhà nước vừa được thành lập. Tuy nhiên, theo tác giả, việc thành lập siêu ủy ban này sẽ không có hiệu quả nếu chính phủ chưa nhất quán hai điểm mấu chốt là tách bạch quyền sở hữu và quyền quản lý trong doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp cổ phần hóa còn vốn nhà nước và không nên đặt ra nhiều mục tiêu mà không có thứ tự ưu tiên cho một mô hình quản lý. Nếu mục tiêu là tối đa hóa kết quả kinh doanh thì nhà nước phải đóng vai trò là một cổ đông bình đẳng như các cổ đông khác, nhưng thực tiễn tại Việt Nam cho thấy rằng nhà nước đã quá đặt nặng yếu tố chính trị, sử dụng doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp cổ phần hóa mà nhà nước chi phối làm công cụ để điều tiết kinh tế vĩ mô, can thiệp vào nền kinh tế thị trường.

Đáng chú ý nhất là vai trò cổ đông của nhà nước trong doanh nghiệp cổ phần hóa. Thống kê mô tả trung bình các biến quan sát (phụ lục 8.8) của nhân tố sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu khi cổ phần hóa thì biến quan sát OS6 có giá trị lớn nhất (4,53). OS6 là biến đo lường mức độ cảm nhận của doanh nghiệp với nội dung nhà nước nên giảm vai trò là cổ đông khi cổ phần hóa. Theo lý thuyết quyền sở hữu, sở hữu nhà nước có mối quan hệ âm với kết quả kinh doanh, sự can thiệp của nhà nước vào hoạt động kinh tế của doanh nghiệp có thể bóp méo quy luật vận hành của nền kinh tế thị trường. Theo lý thuyết người đại diện, sự phức tạp của vấn đề người đại diện vốn nhà nước, sự không tách bạch giữa quyền sở hữu và quyền quản lý, sự kiêm nhiệm nhiều vai trò khác nhau trong doanh nghiệp cổ phần hóa của người đại diện vốn nhà nước tại doanh nghiệp, sẽ dễ dẫn đến hành vi cơ hội của người đại diện vốn nhà nước, chính bản thân họ sẽ có hành vi tư lợi thâm tóm doanh nghiệp cổ phần hóa như thực tế đã diễn ra trong thời gian qua. Đồng thời, việc này sẽ làm tăng chi phí người đại diện để kiểm tra, giám sát hoạt động của người đại diện, cản trở sự phát triển, sự thay đổi quản trị doanh nghiệp tại các doanh nghiệp cổ phần hóa. Bên cạnh đó, việc bán cổ phần ưu đãi thường tập trung lớn lượng cổ phiếu vào tay các lãnh đạo doanh nghiệp đương nhiệm, điều này cho thấy cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam thường mang tính khép kín, nội bộ. Các lãnh đạo doanh nghiệp nhà nước được bán cổ phần ưu đãi với giá rẻ hơn thị trường, sau đó họ lại tiếp tục được ủy quyền đại diện cho phần vốn của nhà nước trong doanh nghiệp, với tỷ lệ cổ phần áp đảo của phần vốn nhà nước thì người đại diện phần vốn nhà nước lại tiếp tục giữ vị trí lãnh đạo doanh nghiệp như trước khi cổ phần hóa. Vì vậy, nhà nước nên giảm vai trò là cổ đông trong doanh nghiệp và cổ phần hóa cần phải công khai, minh bạch theo quy luật của nền kinh tế thị trường.

### **5.2.2. Đối với nhân tố tinh thần làm chủ doanh nghiệp**

Sự chấp nhận các giả thuyết  $H_1$ ,  $H_2$  theo mối quan hệ dương và kết quả kiểm định nhân tố tinh thần làm chủ doanh nghiệp đóng vai trò là biến trung gian, cho thấy sự chuyển biến sở hữu trong chương trình cổ phần hóa doanh

nghiệp nhà nước chỉ là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa, để cải thiện kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, cần phải có nhiều yếu tố khác liên quan đến quản trị doanh nghiệp, trong đó tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Corporate entrepreneurship) với ba thành phần thay mới chiến lược (Strategic renewal), mạo hiểm (Venturing), sự đổi mới (Innovativeness) của doanh nghiệp cổ phần hóa khi hoạt động trong môi trường mới, cơ chế mới là những yếu tố dẫn đến sự thay đổi trong tư duy điều hành, trong quan điểm quản trị của lãnh đạo các doanh nghiệp cổ phần hóa.

Thống kê mô tả trung bình các biến quan sát (phụ lục 8.8) của thành phần thay mới chiến lược (Strategic renewal) thì biến quan sát ENP4 có giá trị lớn nhất (4,5). ENP4 là biến quan sát đo lường thay đổi chiến lược để cạnh tranh. Điều này cho thấy rằng sự thay đổi là vấn đề cốt yếu được quan tâm nhiều nhất trong doanh nghiệp cổ phần hóa. Theo lý thuyết lựa chọn công, quyền lực và lợi ích nhóm thường cao hơn lợi ích của công chúng, can thiệp chính trị vào nền kinh tế là tính tư lợi của các nhà làm chính trị. Sự can thiệp này sẽ làm biến dạng nền kinh tế, cản trở quy luật tự nhiên của nền kinh tế thị trường. Vì vậy, các doanh nghiệp cổ phần hóa cần được tự chủ thay đổi trong mục tiêu kinh doanh, tự quyết định và tự chịu trách nhiệm theo mô hình hoạt động của công ty cổ phần. Dĩ nhiên, chúng ta có thể thấy rằng tự chủ chiến lược trong mục tiêu kinh doanh của doanh nghiệp có thể thực hiện được khi tỷ lệ sở hữu nhà nước không còn giữ tỷ lệ áp đảo trong DN cổ phần hóa, phải có nhiều thành phần kinh tế, nhiều loại chủ sở hữu cùng tồn tại trong DN cổ phần hóa theo quy luật thị trường thì sự tự chủ trong chiến lược kinh doanh mới có khả năng được thực hiện.

Thống kê mô tả trung bình các biến quan sát (phụ lục 8.8) của thành phần mạo hiểm (Venturing) trong kinh doanh thì biến quan sát ENP5 có giá trị lớn nhất (4,84). ENP5 là biến quan sát đo lường mức độ mạo hiểm khi tham gia vào các lĩnh vực mới. Kết quả trên cho thấy sự khát vọng được tự do đầu tư vào các dự án mới khi cổ phần hóa so với sự cam tâm an phận, làm theo chỉ đạo của

nhà nước trong kinh doanh của doanh nghiệp trước khi cổ phần hóa. Sự tự do trong các quyết định đầu tư kinh doanh của DN cổ phần hóa cần được tôn trọng.

Thông kê mô tả trung bình các biến quan sát (phụ lục 8.8) của thành phần đổi mới (Innovativeness) trong thang đo định hướng kinh doanh thì biến quan sát ENP11 có giá trị lớn nhất (4,5). ENP11 là biến quan sát đo lường việc sử dụng các giải pháp công nghệ vượt trội. Kết quả trên cho thấy các DN cổ phần hóa quan tâm đến ứng dụng công nghệ vào quản lý hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, đặc biệt là việc ứng dụng quản lý bằng các phần mềm rất hữu dụng, tiết kiệm chi phí, nhân sự cho DN. Khoa học công nghệ phát triển mạnh mẽ, thế giới đã bước vào cuộc cách mạng công nghiệp 4.0 với quá trình hội nhập kinh tế quốc tế thì các doanh nghiệp VN cũng không thể đứng ngoài cuộc.

### **5.3. Hạn chế của nghiên cứu và hướng nghiên cứu tiếp theo.**

Tương tự như các nghiên cứu khác, nghiên cứu của luận án cũng có hạn chế như sau:

Về số lượng mẫu, số lượng doanh nghiệp cổ phần hóa đã niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (HoSE) và sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) có tính công khai, minh bạch cao, dễ tiếp cận thông tin. Tuy nhiên, số lượng những doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa này còn hạn chế, trong khi đó, số lượng doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa chưa niêm yết cổ phiếu trên sàn giao dịch chứng khoán HoSE và HNX rất nhiều, nhưng ít công khai, minh bạch nên rất khó tiếp cận dữ liệu. Trong tương lai, khi những doanh nghiệp này thực hiện niêm yết cổ phiếu trên sàn giao dịch chứng khoán, khi đó số lượng mẫu đủ lớn, có thể thực hiện nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa với mẫu lớn hơn để tăng tính tổng quát hóa hoặc có sự phân biệt về ngành nghề, giữa những doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tài chính và phi tài chính.

Về phương pháp chọn mẫu, số lượng mẫu trong nghiên cứu còn hạn chế nên phương pháp chọn mẫu cũng bị hạn chế với phương pháp ngẫu nhiên phi xác

suất. Trong tương lai khi số lượng doanh nghiệp cổ phần hóa ngày càng tăng sẽ có số lượng mẫu lớn hơn, có thể sử dụng các phương pháp chọn mẫu khác nhằm tăng độ chính xác cho nghiên cứu.

Về phạm vi nghiên cứu, nghiên cứu của luận án chỉ giới hạn với các doanh nghiệp cổ phần hóa là các doanh nghiệp có nguồn gốc là doanh nghiệp nhà nước, thực hiện cổ phần hóa theo chỉ đạo của chính phủ. Vì vậy, các doanh nghiệp cổ phần hóa có nguồn gốc của doanh nghiệp tư nhân là đối tượng nghiên cứu cho các nghiên cứu tiếp theo.

## **DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ CÓ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN**

Hồ Xuân Tiến, 2016. Nghiên cứu kiểm định mối quan hệ giữa việc chuyển đổi doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần và hiệu quả kinh doanh. *Tạp chí Công Thương*, ISSN 0866-7756, 49-53, số tháng 9, Hà Nội.

Hồ Xuân Tiến, 2016. Mối quan hệ giữa sở hữu quản lý và hiệu quả kinh doanh của các công ty sau cổ phần hóa niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Công Thương*, ISSN 0866-7756, 79-83, số tháng 10, Hà Nội.

Bùi Thanh Tráng & Hồ Xuân Tiến, 2018. Lý thuyết Corporate Entrepreneurship trong bối cảnh cổ phần hóa. *Tạp chí Công Thương*, ISSN 0866-7756, 214-219, số tháng 11, Hà Nội.

## **DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO**

### **Tiếng Việt**

Bộ tài chính, 2016. *Báo cáo tình hình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước giai đoạn 2011 – 2015 và 9 tháng 2016, giải pháp đẩy mạnh cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước giai đoạn tới*. Hà Nội.

Bùi Quốc Anh, 2008. *Những vấn đề lý luận và thực tiễn về cổ phần hóa và sau cổ phần hóa các DNNN ở Việt Nam*. Luận án Tiến sĩ, Trường Đại Học Kinh tế Quốc Dân, Hà Nội.

Bùi Thanh Tráng & Hồ Xuân Tiến, 2017. Mối quan hệ giữa các loại hình chủ sở hữu và hiệu quả kinh doanh. *Tạp chí công thương*, ISSN 0866-7756, 238-245, số tháng 4, Hà Nội.

Bùi Trường Giang, 2008. *Xu hướng hình thành các hiệp định Thương mại tự do FTA tại Đông Á*. Luận án Tiến sĩ kinh tế, Viện Kinh tế và Chính trị thế giới, HN.

Dương Văn Hòa, 2016. *Chính sách nhà nước đối với các doanh nghiệp được cổ phần hóa từ doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam: Nghiên cứu tại các doanh nghiệp ngành dệt may*. Luận án Tiến sĩ, Đại Học Thương Mại, Hà Nội.

Dương Đức Tâm, 2016. *Tiếp tục cổ phần hóa và giải quyết các vấn đề sau cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước thuộc Bộ công thương*. Luận án Tiến sĩ, Học Viện Khoa Học Xã Hội, Việt Nam.

Đoàn Ngọc Phúc, 2014. *Nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa*. Luận án Tiến sĩ, Đại Học Kinh tế Tp.HCM.

Đỗ Bình Trọng, 1988. Một số suy nghĩ về cổ phần hóa DNNN. *Tạp chí nghiên cứu kinh tế*, 33-34.

Hoàng Tuân, 2016. *Quản lý nhà nước về cổ phần hóa doanh nghiệp trên địa bàn Thành phố Hà Nội*. Luận án Tiến sĩ, Học Viện Hành Chính Quốc Gia, Hà Nội.

Hoàng Trọng & Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2008. *Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS*. Tp.HCM: Nhà xuất bản Hồng Đức.

Mai Hữu Thực, 1993. *Cổ phần hoá DNNN: Thực chất, mục tiêu, vấn đề và giải pháp*. Thông báo khoa học, ĐH Kinh tế Quốc dân, trang 33-35.

Nguyễn Lê Quý Hiền, 2012. *Chuyển biến quan hệ sở hữu trong cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam*. Luận án Tiến sĩ, ĐH KT&E Quốc Dân, HN.

Nguyễn Thị Xuân Hồng, 2017. *Ảnh hưởng của cổ phần hóa đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp nhà nước Việt Nam*. PhD, ĐH kinh tế quốc dân, HN.

Nguyễn Thành Long, 2012. Ba tiếp cận giải thích lợi thế cạnh tranh của công ty. *Science & Technology Development*, Vol 15, No. Q1.

Nguyễn Đình Thọ & Nguyễn Thị Mai Trang, 2009. *Năng lực động doanh nghiệp: Vai trò của định hướng kinh doanh, năng lực marketing và năng lực sáng tạo đối với kết quả kinh doanh*. Hội thảo “Năng lực cạnh tranh động của doanh nghiệp”, Tp.HCM.

Nguyễn Đình Thọ & Nguyễn Thị Mai Trang, 2011. *Nghiên cứu khoa học marketing: Ứng dụng mô hình cấu trúc tuyến tính SEM*. TPHCM: NXB LĐ.

Nguyễn Ngọc Thanh, 2011. Vấn đề chủ sở hữu và người đại diện, một số gợi ý cho chính sách của Việt Nam. *Tạp chí khoa học Đại học kinh tế*, Đại học quốc gia Hà Nội.

Quốc hội nước cộng hòa XHCN VN, 2014. *Luật doanh nghiệp*. Nhà xuất bản Chính trị quốc gia.



Phạm Thị Huyền, 2009. *Nâng cao sức cạnh tranh của các doanh nghiệp ra đời từ cổ phần hóa DNNN ở Hải Phòng*. Luận án Tiến sĩ, Học Viện Chính Trị Hành Chính Quốc Gia Tp.HCM.

Trần Minh Trí & Dương Như Hùng, 2011. Ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu quản trị đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên sàn HoSE. *Tạp chí phát triển KH&CN*, tập 14, số Q2, 2011.

Trương Đồng Lộc & Ngô Mỹ Trần, 2016. Ảnh hưởng của cổ phần hóa đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở Việt Nam. *Tạp chí phát triển kinh tế*, số tháng 4, UEH. Tp.HCM.

Trần Hoàng Ngân & Phạm Quốc Việt, 2016. Sở hữu lớn tại doanh nghiệp: Tìm ngưỡng tối ưu để tạo động lực phát triển. Số đặc biệt chào mừng ngày truyền thống ngành chứng khoán 20 năm thị trường chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí đầu tư*, Hà Nội.

Trần Việt Lâm, 2013. Lý thuyết người đại diện, lý thuyết trò chơi và bài toán người đại diện vốn nhà nước. *Tạp chí kinh tế & phát triển*, 198, tháng 12.

Trần Xuân Long, 2012. *Hoàn thiện chính sách quản lý vốn nhà nước trong doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa*. PhD, ĐH Kinh Tế Quốc Dân, Hà Nội.

Vũ Thành Tự Anh, 2005. Cổ phần hóa ở Việt Nam: Khúc dạo đầu của cuộc trường chinh. *Tạp chí Tia Sáng*, số tháng 5 và 6 năm 2005.

Tạp chí tài chính, 2018. <http://tapchitaichinh.vn/su-kien-noi-bat/tin-tuc/cong-khai-cac-doanh-nghiep-nha-nuoc-da-co-phan-hoa-ma-khong-niem-yet-tren-thi-truong-chung-khoan-146210.html>.

Ủy ban giám sát tài chính quốc gia, 2018. <http://nfsc.gov.vn/nghien-cuu-trao-doi/my-rut-khoi-tpp-song-phuong-se-thay-the-da-phuong>.

### **Tiếng Anh**

Aharoni, Y., 1986. *The Evolution and Management of State-Owned Enterprises*. Ballinger Publishing Company: Cambridge, MA.

Ana, M. Romero-Martinez, Zulima Fernandez Rodriguez, Elena Vaquez-Inchausti, 2010. Exploring corporate entrepreneurship in privatized firms. *Journal of World Business*, 45, 2-9.

- Anderson, J.C. & Gerbing, D.W., 1988. Structural equation modeling in practice: A review and recommended two-step approach. *Psychological Bulletin*, 103(3): 411-23.
- Antoncic, B. & Hisrich, R.D., 2003. Privatization, Corporate Entrepreneurship and Performance: A Testing Normative Model. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, Vol.8, No. 3, 197-218.
- Alchian, A. & Demsetz, H., 1973. The property rights paradigm. *Journal of Economic History*, 33, 16-27.
- Bachiller, P., 2016. A meta-analysis of the impact of privatization on firm performance. *Management Decision*, Vol. 55 No. 1, 2017, pp. 178-202.
- Bagozzi, R.P. & Foxell, G.R., 1996. Construct validation of a measure of adaptive-innovative cognitive styles in consumption. *International Journal of Research in Marketing*, 13: 201-13.
- Bailey, R. W., 1986. *Uses and misuses of privatization*. In Steve H. Hanke (Ed.). *Prospects for privatization*, New York: Academy of Political Science.
- Baldwin, R. & Seghezza E., 1996. Growth and European Integration: Towards an Empirical Assessment. *CERP Discussion Papers 1393, C.E.P.R. Discussion Papers*.
- Baldwin, R., Forslid, R. & Haaland I., 1996. Investment Creation and Investment Diversion: Simulation Analysis of the Single Market Programme. *CERP Discussion Papers 1308, C.E.P.R. Discussion Papers*.
- Balessa, B., 1961. Towards Theory of Economic Integration. *Kyklos*, 14(1).
- Baron, R. M., & Kenny, D. A., 1986. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51, 1173-1182.
- Baumol, W. J., 1986. Entrepreneurship and a century of growth. *Journal of Business Venturing*, 1, 141 -145.
- Bennett, A., 1997. *How does privatization work?* London: Routledge Publications.
- Berkman, H., Cole, R.A., Fu, L.J., 2009. Expropriation through loan guarantees to related parties: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, vol. 33, No.1:141 –156.
- Bearle, A.A., Jr., Means, G.C., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York.
- Bernier L., 2011. The future of public enterprises: perspectives from the Canadian experience. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 82(4): 399–419.
- Bessley, M. & Littlechild, S., 1983. *Privatization: Principles, Problems, and Priorities*. Lloyds Bank Review.

- Birdsall, N., & Nellis, J., 2005. Reality check: the distributional impact of privatization in developing countries. Washington DC: Center for Global Development.
- Birkinshaw Julian, 1997. Entrepreneurship in multination corporations: The characteristic of subsidiary initiatives. *Strategic Management Journal*, Vol.18, 207-229.
- Bollen, K.A., 1989. *Structural Equations with Latent Variables*. New York: Wiley.
- Bor, J.B., 2017. Integration Strategy and Organizational Performance: A Case of Vertical Integration. *International Journal of Innovative Research and Development*, Vol 6, 11, 62 – 69.
- Bortolotti, B., Fantini, M. & Siniscalco, D., 2003. Privatization around the world: evidence from panel data. *Journal of Public Economics*, Vol.88, 305-332.
- Bortolotti B., Milella V., 2008. *Privatization in Western Europe: Stylized Facts, Outcomes, and Open Issues*. In G. Roland (ed.) Privatization Successes and Failures, Columbia University Press.
- Boubakri, N., Cosset, J. & Saffar, W., 2013. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: evidence from privatization. *Journal of Financial Economics*, Vol. 108 No. 3, pp. 641-658.
- Boubakri, N. J.C. Cosset and O. Guedhami, 2004, The performance of newly privatized firms: Evidence from Asia, *Pacific-Basin Finance Journal*, 65-90.
- Boycko, M., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1996. A Theory of Privatization. *Economic Journal*, 106(435), 309-31.
- Buchanan, J., 1978. *Cost and Choice: An Inquiry into Economic Theory*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Burgelman, R. A. 1983. A Process Model of Internal Corporate Venturing in the Diversified Major Firm. *Administrative Science Quarterly*, 28(2): 223–244.
- Burgelman, R. A., 1984. Designs for corporate entrepreneurship in established firms. *California Management Review* 26 (3): 154–66.
- Buck, T., Liu, X., Skovoroda, R., 2008. Top executive pay and firm performance in China. *Journal of International Business Studies*: 39, 833-850.
- Caliendo, L., & Parro, F., 2014. Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA. *The Review of Economic Studies Advance Access published*, November 14, 2014.
- Carlos, F. Gomes., Mahmoud, M. Yasin., & Joao, V. Lisboa, 2011. Performance measurement practices in manufacturing firms revisited. *International Journal of Operations & Production Management*, 31(11): 520-530.
- Charumilind, C., Kali, R., Wiwattanakantang, Y., 2006. Connected Lending: Thailand before the Financial Crisis, *Journal of Business*, Vol. 79: 181 -218.

- Choi, Hyang Mi, Sul, Wonsik, & Min, Sang Kee, 2012. Foreign board membership & firm value in Korea. *Management Decision*, 50(2), 207 – 233.
- Churchill, G. A., 1995. *Marketing research: Methodological foundations*. Fort Worth: Dryden Press.
- Churchill, Jr. G.A., 1979. A paradigm for developing better measures of marketing constructs. *Journal of Marketing Research*, 26(1): 64-73.
- Claessens, S., Djankov S., Lang L., 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations, *Journal of Financial Economics*, vol. 58, no. 1/2: 81 -112.
- Coase, R. H., 1960. The Problem of Social Cost. *Journal of Law & Economics* 3:1.
- Cooper, C. & Massel, B., 1965. A New Look at Customs Unions Theory. *The Economic Journal*, Vol.75, 742-7.
- Covin, J.G. & Slevin, D.P., 1991. A Conceptual Model of Entrepreneurship as Firm Behavior. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 16(1), 7-25.
- Covin, J.G., Slevin, D.P., & Schultz, R.L., 1994. Implementing strategic missions: Effective strategic, structural and tactical choices. *Journal of Management Studies*, 31 (4), 481 - 505.
- Covin, J. G. & Miles, M. P., 2007. Strategic use of corporate venturing. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 31, 183-207.
- Cragg, M.I & Dick, I.J., 1999. Management Control and Privatization in the United Kingdom. *Rank Journal of Economics*, 475-497.
- Cuervo, A. & Villalonga, B., 2000. Explaining the variance in the performance effects of privatization. *Academy of Management Review*. Vol.25, No. 3, 581-590.
- Cunha, R.C. & Cooper, C.L. 1998. Privatization and the Human Factor. *Journal of Applied Management Studies*, 7(2), 201-210.
- Cyert, R.M. & March, J.G., 1992. *A Behavioral Theory of the Firm*. 2<sup>nd</sup> ed., Basil Blackwell, Oxford.
- Danson, M. & Deogratias, M., 2016. Impact of Economic Integration on Firm Performance of Listed Companies in East Africa: Theory & Review of Evidence. *Journal of Business and African Economy*, Vol. 2 No.2, 15 – 21.
- Dalton D.R., Johnson J.L., Ellstrand A.E., 1999. Number of Directors and Financial Performance: A meta- analysis. *Acad. Manage. J.*, 42 (6): 674-686.
- Dawes, J., 1999. The Relationship between Subjective and Objective Company Performance Measures in Market Orientation Research: Further Empirical Evidence. *Marketing Bulletin*, 1999, 10, 65-75, Research Note 3.
- Dess, G.G., & Robinson, R.B., 1984. Measuring organizational performance in the absence of objective measures. *Strategic Management Journal* 5: 274–286.

- De Castro, J.O. & Uhlenbruck, K., 2003. The transformation into entrepreneurial firms: examining the context of privatization. *Management Research*, Vol. 1 No. 2, pp. 171-184.
- Deutsch, K.W., 1957. *Political Community and the North Atlantic Area*. Princeton, N.J., Princeton University Press.
- Dillman, D.A., Sinclair, M.D., & Clark, J.R., 1993. Effects of questionnaire length, respondent-friendly design, and a difficult question on response rates for occupant-addressed census mail surveys. *Public Opinion Quarterly* 57: 289–304.
- Djankov, S. & Murrell, P., 2002. Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey. *Journal of Economic Literature*, Vol. XL, 739–792.
- Doh, J.P., 2000. Entrepreneurial privatization strategies: order of entry and local partner collaboration as sources of competitive advantage. *Academy of Management Review*, Vol. 25 No. 3, pp. 551-571.
- Douma, Style, George, Rejie, & Kabir, 2006. Foreign and Domestic Ownership, Business Groups, and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market. *Strategic Management Journal*, 27(7), 637-657.
- D'Souza, Juliet, and William L. Megginson, 1999. Sources of Performance Improvements in Privatized Firms: A Clinical Study of the Global Telecommunications Industry.
- Eisenhardt, K. M., 1989. Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14, 57-74.
- El – Agraa, Ali M., 1999. *Regional integration: Experience, Theory and Measurement*. London, Macmillan Press.
- Faccio M., 2006. Politically connected firms. *American Economic Review*, 96: 369–86.
- Fama, E.F., Jensen, M.C., 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Farazmand, A., 2001. Privatization or Public Enterprise Reform? Implications for Public Management: An Introduction. In A. Farazmand (Ed.), *Privatization or Public Enterprise Reform? International Case Studies with Implications for Public Management*. Westport: Greenwood Press.
- Fan, G., Wang, X., Zhu, H., 2006. National Economic Research Institute Index of Marketization of China's Provinces Report, *Beijing: Economic Science Press*.
- Fisman, R., 2001. Estimating the value of political connections. *American Economic Review*, 91: 1095–102.
- Fornell, C., & Larcker, D. F., 1981. Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error: Algebra and Statistics. *Journal of Marketing Research*, 18, 382-388.

- Francis, B.B., Hasan, I., Sun, X., 2009. Political Connections and the Process of Going Public: Evidence from China, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28: 696-719.
- Furubotn, E. G., & Pejovich, S., 1972. Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature. *Journal of Economic Literature*, 10(4), 1137- 1162.
- Garaca, I., 2017. Effects of Privatization on SOE Performance – A Meta-analysis. *Management and Entrepreneurship*, 165-198.
- Gupta, N., 2005. Partial privatization and firm performance, *Journal of Finance*, 60: 987-1015.
- Gupta, A.K., & Govindarajan, V., 1984. Business unit strategy, managerial characteristics, and business unit effectiveness at strategy implementation. *Academy of Management Journal* 27: 25–41.
- Gubin, I., Bums, T., & Kick, E. L., 1999. The dynamics of inequality in Soviet and post-Soviet Russia: System disintegration analysis. *American Sociological Association Journal*, 19, 59-78.
- Gursoy, G. & Aydogan, K., 2002. Equity Ownership, Risk Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Listed Companies. *Emerging Markets Finance and Trade*, 38(6), 6-25.
- Guth, W. D. & Ginsberg, A., 1990. Guest Editors Introduction: Corporate Entrepreneurship. *Strategic Management Journal*, 11, 5-15.
- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J & Anderson, R.E., 2010. *Multivariate Data Analysis*. 7th edition Prentice Hall.
- Hashemi & Abolghassem, 1993. Privatization, Making Market-oriented and Mechanism of Prices in Iran. *Tadbir Journal*, the fourth year, December.
- Hart, S., & Banbury, C., 1994. How strategy-making processes can make a difference. *Strategic Management Journal*, 15 251-269.
- Helpman, E. & Krugman R., 1985. *Market Structure and Foreign Trade*. Cambridge: MIT Press.
- Henig, J., Hamnett, C., & Feingenbaum, H., 1988. The Politics of Privatization: A Comparative Perspective. *Governance*, 442-468.
- Hodge & Graeme, 2000. *Privatization: an international review of performance*. West view Press.
- Hodge G.A., 2004. The risky business of public-private partnerships. *Australian Journal of Public Administration*.
- Howe, Charles W., Auer, Jean E., Beecher, Janice A., 2002. *Privatization of Water Services in the United States: An Assessment of Issues and Experience*. Washington, DC: The National Academies Press.

- Huang, Roger D., & Chiu, Cheng-Yi., 2009. Local effects of foreign ownership in an emerging financial market: Evidence from qualified foreign institutional investors in Taiwan. *Financial Management*, 38, 567-588.
- Hulland, J., Chow, Y.H. & Lam, S., 1996. Use of causal models in marketing: A review. *International Journal of Research in Marketing*, 13(2): 181-97.
- Iannotta, G., 2006. Testing for Opaqueness in the European Banking Industry: Evidence from Bond Credit Ratings. *Journal of Financial Services Research*, 30, 287-309.
- Immaculate, T., Stephen, K. Nkundabanyanga & Isaac, N. Nkote, 2011. Corporate governance: Ownership structure, board structure and performance of public sector entities. *Journal of Public Administration and Policy Research*, Vol. 3(9), pp. 250-260.
- Ireland, R. D., Hitt, M. A. & Sirmon, D. G., 2003. A model of strategic entrepreneurship: The construct and its dimensions. *Journal of Management*, 29, 963-989.
- Iwasaki, I. & Mizobata, S., 2017. Post-Privatization Ownership and Firm Performance: A Large Meta-Analysis of the Transition Literature. Center for Economic Institutions. *Working Paper Series*, No. 2016-13.
- Jensen, M.C., & Merklings, W.H., 1976. Theory of Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Johnson, S., Mitton, T., 2003. Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics*, 67: 351-82.
- Johnson, H., 1965. An Economic Theory of Protection, Tariff Bargaining and the Formation of Customs Unions. *Journal of Political Economy*, Vol.73, 256-83.
- Joreskog, K.G., 1971. Simultaneous factor analysis in several populations. *Psychometrika*, Vol 36, 4, pp 409-426.
- Kanter, R. M., 1982. The middle manager as innovator. *Harvard Business Review*, pp. 95-105.
- Kanter, R. M., 1989. *When giants learn to dance*, New York, Simon and Schuster.
- Kay, J. A. & Thompson, D. J., 1986. Privatization: A policy in search of a rationale. *The Economic Journal*, 96, 18-32.
- Kaplan, R. S., & D. P. Norton., 1993. Putting the balanced scorecard to work. *Harvard Business Review* (September/October): 134-147.
- Keh, H.T., Nguyen Thi Tuyet Mai & Nguyen H.P., 2007. The effects of entrepreneurial orientation and marketing information on the performance of SEMs. *Journal of Business Venturing*, 22: 952-611.
- Khandwalla, P. N., 1977. *The design of organizations*, Harcourt Brace Jovanovich New York.

- Konijn, Sander J.J., Kraussl, Roman, & Lucas Andre., 2011. Block holder dispersion and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1330-1339.
- Krugman, P.R, 1991. Is Bilateralism Bad? in Elhanan Helpman and Assaf Razin, (eds.), *International Trade and Trade Policy*, Cambridge: MIT Press.
- Krugman, P.R. & Obstfeld, M., 2002. *International Economic: Theory and Policy (3<sup>rd</sup> Edition)*. New York, HarperCollin.
- Kuhn, B., Sasmannshausen, S.P., Zollin, R., 2010. *Entrepreneurial management” as a strategic choice in firm behaviour: linking it with performance*. Paper presented at the HTSF Conference in Twente, The Netherlands.
- Kuratko, D. F., J. S. Hornsby, D. W. Naffziger, and R. V. Montagno., 1993. Implement entrepreneurial thinking in established organizations. *Advanced Management Journal* 58 (1): 28–39.
- Laursen, F., 2008. Theory and Practice of Regional Integration. *Paper Series*, Vol. 8 No. 3, February.
- Leshner, M. & Sebastien, M., 2006. Analysis of the Economic Impacts of Investment Provisions in Regional Trade Agreements. *OCED Trade Policy Working Paper*, No.36, Trade Committee, Paris.
- Lioukas, S., Bourantas, D., & Papadakis, V., 1993. Managerial autonomy of state-owned enterprises: Determining factors. *Organization Science*, 4(4): 645–666.
- Lin, C., Ma, Y., Su, D., 2009. Corporate governance & firm efficiency: Evidence from China's public listed firms. *Manage. Decis. Econ.*, 30:93-209.
- Li, H., Meng, L., Wang, Q., Zhou, L., 2008. Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chinese Private Firms, *Journal of Development Economics*, Vol. 87: 283-299.
- Li, S., Xia J., Long, C.X., Tan, J. 2012. Control Modes and Outcomes of Transformed State Owned Enterprises in China: An Empirical Test. *Management and Organization Review*, 8: 283–309.
- Lipsey, R., 1957. The Theory of Customs Union: Trade Diversion and Welfare. *Economic*, Vol.24, 40-46.
- Loc, T.D., Lanjouw, G., Lensink, R., 2006. The impact of privatization on firm performance in a transition economy. *Economics of Transition*, 14: 349–389.
- Loh, A.T., Kam, B.H. & John, T., Jackson, 2003. Sri Lanka's plantation sector: A before and after privatization comparison. *Journal of International Development*, 727 – 745.
- Lumpkin, G.T. & Dess, G.G., 1996. Clarifying the Entrepreneurial Orientation Construct and Linking It to Performance. *The Academy of Management Review*, 21(1), 135-172.



- Lumpkin, G. T. & Dess, G. G., 2001. Linking two dimensions of entrepreneurial orientation to firm performance: The moderating role of environment and industry life cycle. *Journal of Business Venturing*, 16, 429-451.
- Luo, Y., 2003. Industrial dynamics and managerial networking in an emerging market: The case of China. *Strategic Management Journal*, 24, 1315-1327.
- Lyon, D.W., Lumpkin, G.T., Dess, G.G., 1999. Enhancing entrepreneurial orientation research: Operationalizing and measuring a key strategic decision marketing process. *Academy of Management Meeting*, Chicago, IL.
- MacMillan, I. C., Z. Block, P. Narasimha, and N. Subba., 1986. Corporate venturing: Alternatives, obstacles encountered, and experience effects. *Journal of Business Venturing* 1 (2): 177–91.
- Machlup, F., 1977. *A History of Thought of Economic Integration* (London): Macmillan.
- Maes, J., 2003. The Search for Corporate Entrepreneurship: A Clarification of the Concept and Its Measures. *Open Access publications*.
- Maisel, L.S., 2001. *Performance Measurement Practices Survey Results*. New York: AICPA NY.
- Marinow, E., 2014. Economic Integration Theories and the Developing Countries. *Proceedings of the 9th Annual South-East European Doctoral Student Conference*.
- Maudos, J., & Guevara, J. F., 2015. The economic impact of European financial integration: The importance of the banking union. *The Spanish Review of Financial Economics*, 13(1), 11 -19.
- Maxwell, J.A., 2005. *Qualitative research design: An interactive approach*, 2<sup>nd</sup> ED. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Meade, J., 1955. *The Theory of Customs Unions*. North Holland, Amsterdam.
- Meggison, W. L., & Netter, J. M., 2001. From state to market: A survey of empirical studies on privatization. *Journal of Economic Literature*, 39, 321-389.
- Meggison, 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, no. 2, p. 403-52.
- Mishra, Anurag, & Akbar, M., 2007. Empirical examination of diversification strategies in business groups: Evidence from emerging markets. *International Journal of Emerging Markets*, 21(1), 22 – 38.
- Miller, D. 1983. The Correlates of Entrepreneurship in Three Types of Firms. *Management Science*, 29(7): 770–791.

- Miller, D. & Friesen, P.H., 1982. Innovation in conservative and entrepreneurial firms: to models of strategic momentum. *Strategic Management Journal*, Vol. 3 No. 1, pp. 1-25.
- Min, Z.C., 2013. Privatization: A multi-theory perspective. *Journal of Management Policy and Practice*, Vol. 142(2), 108-120.
- Mitchell, J.G., 2002. *The Never-ending Quest: Effective Strategy-making and Change Management for High-performing VET Organisations*. Canberra: DEST.
- Mohammad, A., 2013. Privatization in Iran – Negative performance. *International Journal of Commerce and Management*, Vol.23 No.4, 281-305.
- Monica, F.S., Mike Kennerley, Pietro Micheli, Veronica Martinez, Steve Mason, Bernard Marr, Dina Gray & Andrew Neely, 2007. Towards a definition of a business performance measurement system. *International Journal of Operations Production Management*. 27 (8): 784-801.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 293– 315.
- Murphy, G. & Callaway, S., 2004. Doing Well and Happy About It? Explaining Variance in Entrepreneurs' Stated Satisfaction with Performance. *New England Journal of Entrepreneurship*.
- Murphy, G.B., Trailer J.W. & Hill R.C., 1996. Measuring performance in entrepreneurship research. *Journal of Business Research*, 36: 15–23.
- Muzangaza, C.G.C., 2001. *The Role of Ideological and Behavioral Differences in Privatization Problems in Transition Economies: The Context of Zimbabwe*. PhD, Walden University.
- Nellis, J., 1999. Time to Rethink Privatization in Transition Economies. *IFC Discussion Paper 38*, International Finance Corporation, Washington, DC.
- Neely, A.D., Gregory, M.J., & Platts, K., 1995. Performance measurement system design: A literature review and research agenda. *International Journal of Operations & Production Management*. 15(4): 80-116.
- Nunnally, J.C. & Bernstein, I.H., 1994. *Psychometric theory*. 3rd ed., New York: McGraw-Hill.
- Nguyen, H.T.B. & Do, L.H., 2007. The equitytization in Viet Nam: Making a headstart in a long journey. *Best Practices in Asia Corporate Governance*, published by Asia Productivity Organization.
- Nguyen, C. T.K., 2010. *The politics of economic reform in Viet Nam: A case of State-Owned-Enterprise equitytization*. PhD, National University Singapore.
- Nguyen, T.M.H, 2015. Corporate entrepreneurship, Ownership and Government in Post Privatization Viet Nam. PhD, University of Manschester, London, UK.

- Ocasio, W., 1997. Towards an attention-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, Vol.18, pp.187-206.
- Orawee, S., 2007. *Privatization and performance of formerly state-owned enterprise in Thailand: A strategic management study*. PhD, Alliant International University.
- Ott, A. F., & Hartley, K., 1993. *Privatization and economic efficiency*. Aldershot, U.K.: E E Publishing.
- Otley, D.T., 1999. Performance management: a framework for management control systems research. *Management Accounting Research*. 10(4): 363-382.
- Paul, T., 2013. The effect of entrepreneurial orientation on the internationalization of SEMs in developing country. *African Journal of Business Management*, Vol 7(19), 1927-1937, 21 May.
- Pearce, J.A.I., Robbins, D.K. & Robinson, R.B., 1987. The impact of grand strategy and planning formality on financial performance. *Strategic Management Journal*, 8,125- 134.
- Perrot, J., 2006. *Is contracting a form of privatization? Bulletin of the World Health Organization*. 84, 910-913.
- Peterson, R. A., 1994. A meta-analysis of Cronbach's coefficient alpha. *Journal of Consumer Research*, 2 (2): 381-3.
- Peterson, R. A., & Berger, D. G., 1971. Entrepreneurship in Organizations: Evidence from the Popular Music Industry. *Administrative Science Quarterly*, 16(1): 97–106.
- Pedersen, T. & Thomsen, S. 1999. Economic and Systemic Explanations of Insider ownership among Europe's Largest Companies. *International Journal of the Economics of Business*, 6(3): 367-381.
- Pryke, R., 1971. *Public enterprise in practice*. London: MacGibbon & Kee.
- Pinchot, G. 1985. *Intrapreneuring: Why you don't have to leave the corporation to become an entrepreneur*. New York: Harper and Row.
- Qi, Daqing, Woody Wu & Hua Zhang., 2000. Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 8: 587–610.
- Ramanadham V., 1988. *Public Enterprise and Income Distribution*. London, Routledge.
- Ramamurti, R., 2000. A multilevel model of privatization in emerging economies. *Academy of Management Review*, 25, 525-550.

- Ramaswami, K. & Glinow, M.A.V., 2000. Organizational performance following changes in ownership: Modelling post-privatization outcomes. *Strategic change*, August, 2000, 297 – 310.
- Rauch, A., Wiklund, J., Lumpkin, G. T. and Frese, M., 2009. Entrepreneurial Orientation and business performance: An assessment of past research and suggestions for the future. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 33(3), 761-787.
- Raykov, T. & Widaman, K.F., 1995. Issues in applied structural equation modelling research. *Structural Equation Modelling*, 2(4):289-318.
- Richardson, M., 1993. Endogenous Protection and Trade Diversion. *Journal of International Economics* 34, 309-24.
- Riezman, R., 1979. A 3x3 Model of Customs Unions. *Journal of International Economics* 9:3, 341-354.
- Riedel, J., & Slany, A., 2015. New panel data evidence on Sub-Saharan trade integration, Prospects for the COMESA-EAC-SADC Tripartite.
- Ries Eric, 2011. *The Lean Startup: How Constant Innovation Creates Radically Successful Businesses*, Penguin Book Ltd, London, United Kingdom.
- Rokwaro, Massimiliano, Kiruri, 2013. The effect of ownership structure on bank profitability in Kenya. *European Journal of Management Sciences and Economics*, Vol. 1, Issue 2.
- Rondinelli, D. & Iacono, M., 1996. Strategic management of privatization: a framework for planning and implementation. *Public Administration and Development*, Vol. 16.
- Romero-Martínez, A., Fernández-Rodríguez, Z. & Vázquez-Inchausti, E., 2010. Exploring corporate entrepreneurship in privatized firms. *Journal of World Business*, Vol. 45 No. 1, pp. 2-8.
- Rose, Andrew K., 2000. One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. *Economic Policy*, (30), pp. 7-45.
- Rose, Andrew K., & Eric van Wincoop, 2001. *National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union*.
- Rossiter, J.R., 2002. The C-OAR-SE procedure for scale development in marketing. *International Journal of Research in Marketing*, 19(4), 305-335.
- Sapienza, H.J., Smith, K.G., & Gannon, M.J., 1988. Using subjective evaluations of organizational performance in small business research. *American Journal of Small Business* 12: 45–53.
- Sharma, P. & Chrisman, J. J., 1999. Toward a reconciliation of the definitional issues in the field of corporate entrepreneurship. *Entrepreneurship theory and practice*, 23, 11 -28.

- Schendel, D., 1990. Introduction to the Special Issue on Corporate Entrepreneurship. *Strategic Management Journal*, 11, 1 -3.
- Schollhammer, H., 1982. Internal Cooperate Entrepreneursip. In C.A Kent, Sexton & K.H. Wesper (Eds). *Encyclopedia of Entrepreneurship*. Eagle Wood Cliffs, NJ: Prentice – Hall, 209-229.
- Schumacker, R.E. & Lomax, R.G., 1996. *A Beginner's Guide to Strucural Equatation Modelling*. New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates.
- Schumpeter, J.A., 1947. The creative response in economic history. *The Journal of Economic History*, Vol. 7 No. 2, pp. 149-159.
- Shleifer, A., Vishny, R., 1997. A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 52: 737-777.
- Sen, R., & Srivastava, S., & Webber, J.D., 2015. Effects of preferential trade agreements in the presence of zero trade flows: the cases of China and India, *Working Papers*.
- Shaker, A.Z., et al., 2000. Privatization and entrepreneurial transformation: Emerging issues and future research agenda. *Academy of Management Review*, Vol. 25, No.3, 509 – 524.
- Shirley, M.M., 1992. The What, Why, and How of Privatization. *Fordham Law Review*, Vol.60, No.3, 23 – 36.
- Shirley, M.M., Walsh P., 2000. Public versus Private Ownership: The Current State of the Debate. *Working Paper*, Washington, DC: World Bank.
- Shleifer, A., 1998. State versus private ownership. *Journal of Economic Perspectives*, 12,133– 150.
- Slater, S.F., 1995. Issues in conducting marketing strategy research. *Journal of Strategic Marketing*, 3: 257-270.
- Starr, P., 1988. The Meaning of Privatization. *Yale Law and Policy Review*,6,6-41.
- Steenkamp, J-BEM & Van Trijp, 1991. The use of LISREL in validating marketing constructs. *International Journal of Research in Marketing*, 8(4): 283-99.
- Stiglitz, J., 1998. Creating Competition in Telecommunication. Paper prepared for Managing the telecommunication sector post privatization: Meeting challenge with Successful strategies, *Institute for Global Management and Research*.
- Stopford, G. M. & Baden-Fuller, 1994. Creating Corporate Entrepreneurship. *Strategic Management Journal*,15, pp. 521 -536.
- Sun, Q. & Tong, W. H. S., 2003. China share issue privatization: the extent of its success, *Journal of Financial Economics*, 70: 183-222.
- Tafazzoli & Freydoon, 1993. The History of Economic Opinions. *Nay Publications*, Tehran, Iran, pp. 25-29.

- Tan, J., 2001. Innovation and risk-taking in a transitional economy. *Journal of Business Venturing*, Vol. 16 No. 4, pp. 359-376.
- Tan, Y., Tian, X., Zhang, X. & Zhao, H., 2015. The real effects of privatization: evidence from china's split share structure reform. *Research Paper*, No. 15-23, Kelley School of Business, Indiana.
- Tho, D. Nguyen & Trang, T.M. Nguyen, 2011. The WTO, Marketing and Innovativeness Capabilities of Vietnamese Firms. *Management Research Review*, Vol.34 No. 6, 712-726.
- Tian, L., Estrin, S., 2008. Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value? *Journal of Comparative Economics*, vol. 36, no. 1: 74-9.
- Tran, M.N., Nonneman, W. & Jorissen, A., 2015. Privatization of Vietnamese firms and its effects on performance. *Asian Economic and Financial Review*, 5(2):202-217.
- Tran, C.T., Bui, D.V., Pham, T.D., Nguyen, A.K, Nguyen, H.T.L, Nguyen, L.T., Trinh, C.D., 2006. Vietnamese State-Owned-Enterprises after equitytization: Performance, Emerging issues, and Policy recommendations. *VietNam Economic Management Review*, No.1, 20 – 30.
- Uhlenbruck, N., & De Castro, J., 1998. Privatization from the acquirer's perspective: A Mergers and acquisitions based framework. *Journal of Management Studies*, 35(5): 619–640.
- UNDP, 1995. Practical Aspects of Privatization. *Majd Scientific and Cultural Assembly*, First Ed, Tehran, Islamic Republic of Iran.
- Viner, J., 1950. *The Customs Union Issue*. CEIP, New York.
- Vo, Q.T., 2012. Privatization and Corporate Performance in Transition Economies: The case of Vietnam. *Working Paper Series*, 2012/22, Depocen.
- Vo, Q.T, Swierzeck, F.W., Nguyen, K.D., 2013. Corporate Performance of Privatized Firms in Vietnam. *The Journal of Applied Business Research*, September /October, Volume 29.
- Xu, Wang, Y., 1999. Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies. *China Economic Review*, 10: 75–98.
- Yuan, Q.B., 2008. Public Governance, Political Connectedness and CEO Turnover: Evidence from Chinese State-Owned Enterprises. *Working Paper*, Chinese University of Hong Kong, Hong Kong.
- Yuliya, M., 2011. Privatization as an International Phenomenon: Kazakhstan. *American University International Law Review*, 14, no. 5, 1399-1438.
- Yiu, D. W., Lau, C. M. & Bruton, G. D., 2007. International venturing by emerging economy firms: the effects of firm capabilities, home country

networks, and corporate entrepreneurship. *Journal of International Business Studies*, 38, 519-540.

Yiu, D. W. & Lau, C. M., 2008. Corporate entrepreneurship as resource capital configuration in emerging market firms. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 32, 37-57.

Zahra, S. A., 1991. Predictors and financial outcomes of corporate entrepreneurship: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 6, 259-285.

Zahra, S. A., 1993. A conceptual model of Entrepreneurship as firm behavior: a critique and extension *Entrepreneurship Theory And Practice*, Summer.

Zahra, S.A., 1996. Governance, Ownership and Corporate Entrepreneurship: The Moderating Impact of Industry Technological Opportunities. *Academy of Management Journal*, Vol. 39, No. 6, 1713 – 1735.

Zahra, S.A., Sapienza, H.J. & Davidsson, P., 2006. Entrepreneurship and Dynamic Capabilities: A Review, Model and Research Agenda. *Journal of Management Studies*, 43(4), 917-955.

Zarei, B., Amanati, F., Amanati K., 2016. Privatization and corporate entrepreneurship in telecommunication companies. *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*, Vol. 6 No. 1, 2017, pp. 60-71.

Zhibin, Z., 2004. *Ownership, Competition, Organizational Change, and Firm Performance: China's Experience in Privatization*. PhD, George Washington University.

Zhou, L., Wu, W.P., Luo, X., 2007. Internationalization and the performance of born-global SMEs: the mediating role of social networks. *Journal of Int. Bus. Stud.*, 38:673-690.

Zhibin, Z., 2004. *Ownership, Competition, Organizational Change, and Firm Performance: China's Experience in Privatization*. PhD, George Washington University.

Wang L., Judge W.Q., 2011. Managerial Ownership and the Role of Privatization in Transition Economies: The Case of China. *Asia Pacific Journal of Management*.

Wennekers, S. & Thurik, R., 1999. Linking Entrepreneurship and Economic Growth. *Small Business Economics*, 13(1).

We, Z., Xie F., Zhang S., 2005. Ownership structure and firm value in China's privatized firms: 1991-2001, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 87-108.

Wiklund, J., Shepherd, D., 2005. Entrepreneurial orientation and small business: a configuration approach, *Journal of Bus. Vent.* 20(1):71-91.

<http://chiasethanhcong.net/khoi-nghiep-va-lap-nghiep-dung-nham-lan/> (Truong Gia Binh, 2017).

<https://www.forbes.com/sites/natalierobehmed/2013/12/16/what-is-a-startup/#1f13a3ca4044> (Neil Blumenthal, 2013).

### **Các văn bản pháp luật liên quan đến chương trình cổ phần hóa**

- Nghị định 217-HĐBT ngày 14 /11/1987 về việc ban hành các chính sách đổi mới kế hoạch hoá và hạch toán kinh doanh xã hội chủ nghĩa đối với xí nghiệp quốc doanh.
- Nghị định số 143-HĐBT ngày 10/5/1990 về việc làm thử tiếp tục đổi mới quản lý xí nghiệp quốc doanh.
- Quyết định 548/1996/QĐ-TTg về việc thành lập các Ban Chỉ đạo cổ phần hóa theo Nghị định số 28/CP ngày 7- 5-1996 của Chính phủ.
- Nghị định số 25/CP ngày 26/3/1997 về việc sửa đổi một số điều của nghị định số 28/CP ngày 7/5/1996 về việc chuyển đổi doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần.
- Nghị định số 44/1998/NĐ-CP ngày 29/06/1998 về chuyển doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần.
- Chỉ thị số 04/2002/CT-TTg ngày 08/02/2002 về việc tiếp tục sắp xếp, đổi mới, phát triển và nâng cao hiệu quả doanh nghiệp nhà nước.
- Nghị định 59/2011/NĐ-CP ngày 18/07/2011 về việc chuyển DNNN 100% vốn thành công ty cổ phần.
- Nghị định 189/2013/NĐ-CP ngày 20/11/2013 về việc bổ sung, sửa đổi một số điều của nghị định 59/2011/NĐ-CP về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần.
- Nghị quyết 15/NQ-CPN ngày 06/3/2014 về một số giải pháp đẩy mạnh quyết định số 22/2015/QĐ-TTg ngày 22/06/2015 về việc chuyển đơn vị sự nghiệp công lập thành công ty cổ phần, thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp.
- Quyết định số 37/2014/QĐ-TTg ngày 18/6/2014 về ban hành tiêu chí phân loại danh mục doanh nghiệp nhà nước.
- Quyết định 51/2014/QĐ-TTg ngày 15/9//2014 về việc thoái vốn, bán cổ phần và đăng ký giao dịch, niêm yết trên thị trường chứng khoán của DNNN nước.
- Quyết định số 41/2015/QĐ-TTg ngày 15/9/2015 về việc bán cổ phần theo lô.



## PHỤ LỤC 1: TỔNG QUAN MỘT SỐ NGHIÊN CỨU

STT	Tác giả	Tên công trình
1	Shleifer, 1998.	State versus private ownership. <i>Journal of Economic Perspectives</i> , 12,133– 150.
2	Cuervo & Villalonga, 2000.	Explaining the variance in the performance effects of privatization. <i>Academy of Journal Management Review</i> , Vol. 25, No. 3, 581-590.
3	Shirley & Walsh, 2000.	Public Versus Private Ownership: The Current State of the Debate. Working Paper. Washington, DC: World Bank.
4	Ramaswami & Glinow, 2000.	Organizational performance following changes in ownership: Modelling post-privatization outcomes. <i>Strategic Change</i> , 297 – 310.
5	Shaker et al., 2000.	Privatization & entrepreneurship. <i>Journal of the Operational Research Society</i> , 287 – 299.
6	Muzangaza, 2001.	The Role of ideological and behavioral differences in privatization problems in transition economies: The context of Zimbabwe. PhD, Walden University.
7	Megginson & Netter, 2001.	From state to market: a survey of empirical studies on privatization, <i>Journal of Economic Literature</i> , 39(2): 321– 389.
8	Djankov & Murrell, 2002.	Restructuring in transition. <i>Journal finance</i> . Vol. XL, 739-792.
9	Tibordee, 2002.	Privatization and firm performance, PhD, University of Washington.
10	Sun & Tong, 2003.	China share issue privatization: the extent of its success, <i>journal of Financial Economics</i> , 70: 183-222.
11	Zhibin, 2004.	Ownership, Competition, Organizational Change, and Firm Performance: China’s Experience in Privatization. PhD, The George Washington University.
12	Gupta, 2005.	Partial privatization and firm performance, <i>Journal of Finance</i> , 60: 987-1015.
13	Loc et al., 2006.	The impact of privatization on firm performance in a transition economy. <i>Economics of Transition</i> , 14: 349–389.
14	Mohamed, 2006.	Relationship between privatization and economic growth. PhD, National University Singapore.
15	Orawee, 2007.	Privatization and performance of formerly state-owned enterprise in Thailand: A strategic management study. PhD, Alliant International University.
16	Tian & Estrin, 2008.	Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value? <i>Journal of Comparative Economics</i> , vol. 36, no. 1: 74-9.
17	Sathye & Mariff, 2009.	Privatization and performance: evidence from Telecommunications sector. <i>Journal of the Operational Research Society</i> 60, 1315 - 1321.

18	Phạm Thị Huyền, 2009.	Nâng cao sức cạnh tranh của các doanh nghiệp ra đời từ cổ phần hóa DNNN ở Hải Phòng. Luận án Tiến sĩ, Học Viện Chính Trị Hành Chính Quốc Gia Tp.HCM.
19	Bùi Quốc Anh, 2009.	Lý luận và thực tiễn cổ phần hóa. PhD, Trường Đại Học Kinh Tế Quốc Dân, Hà Nội.
20	Lin et al., 2009.	Corporate governance and firm efficiency: evidence from China's publicly listed firms. <i>Managerial &amp; Decision Economics</i> , 30(3), 193-209.
21	Wang & Judge, 2011.	Managerial Ownership and the Role of Privatization in Transition Economies: The Case of China', <i>Asia Pacific Journal of Management</i> .
22	Bernier, 2011.	The future of public enterprises: perspectives from the Canadian experience, <i>Annals of Public and Cooperative Economics</i> , 82(4): 399–419.
23	Nguyễn Lê Quý Hiển, 2012.	Chuyển biến quan hệ sở hữu trong cổ phần hóa tại VN. PhD, NEU, Hà Nội.
24	Trần Xuân Long, 2012.	Hoàn thiện chính sách quản lý vốn nhà nước trong doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa. Luận án Tiến sĩ, ĐHQG Kinh Tế Quốc Dân, Hà Nội.
25	Li et al., 2012.	Control Modes and Outcomes of Transformed State-Owned Enterprises in China: An Empirical Test. <i>Management and Organization Review</i> , 8: 283–309.
26	Z-John & Justine, 2013.	Operating Performance of public banks in Taiwan after privatization. <i>Information Management &amp; Business Review</i> , Vol. 5, No. 8, 424 - 433.
27	Mohamad, 2013.	Has privatization of state-owned enterprises in Iran. <i>Journal of finance</i> , 119 - 225.
28	Đoàn Ngọc Phúc, 2014.	Nghiên cứu doanh nghiệp sau cổ phần hóa. PhD, Đại học Kinh tế Tp.HCM.
29	Tran et al., 2015.	Privatization of Vietnamese firms and its effects on performance. <i>Asian Economic and Financial Review</i> , 5(2): 202 - 217.
30	Bachiller.2016.	A meta-analysis of the impact of privatization on firm performance. <i>Management Decision</i> Vol. 55 No. 1, 2017, pp. 178-202.
31	Hoàng Tuân, 2016.	Quản lý nhà nước về cổ phần hóa tại Thành phố Hà Nội. Luận án Tiến sĩ, Học viện hành chính quốc gia, Hà Nội.
32	Dương Văn Hòa, 2016.	Chính sách nhà nước đối với các doanh nghiệp cổ phần hóa. PhD, TMU, Hà Nội.
33	Dương Đức Tâm, 2016.	Tiếp tục cổ phần hóa và giải quyết vấn đề hậu cổ phần hóa các doanh nghiệp thuộc Bộ Công Thương. Luận án Tiến sĩ, Học viện khoa học xã hội, Hà Nội.
34	Trương Đồng Lộc & Ngô Mỹ	Ảnh hưởng của cổ phần hóa đến hoạt động kinh doanh. Tạp chí phát triển kinh tế, số tháng 4, UEH, Tp.HCM.

	Trần, 2016.	
35	Garaca, 2017.	Effects of Privatization on SOE Performance – A Meta-analysis. Management and Entrepreneurship, 165-198.
36	Iwasaki & Mizobata, 2017.	Post-Privatization Ownership and Firm Performance: A Large Meta-Analysis of the Transition Literature. Center for Economic Institutions, Working Paper Series, No. 2016-13.
37	Nguyễn Thị Xuân Hồng, 2017.	Ảnh hưởng của cổ phần hóa đến kết quả các chỉ số tài chính của các doanh nghiệp nhà nước. PhD, NEU, Hà Nội.

## PHỤ LỤC 2: DANH SÁCH CÁC CHUYÊN GIA THAM GIA NGHIÊN CỨU ĐỊNH TÍNH

STT	Họ và Tên	Đơn vị công tác	Số năm công tác	Chức vụ
1	Nguyễn Khánh Tùng 0938383838	Trung tâm xúc tiến đầu tư TM & hội chợ triển lãm Tp. Cần Thơ.	15	Giám đốc
2	Nguyễn Ngọc Hòa	Sở công thương Tp.HCM	25	Phó Giám Đốc
3	Nguyễn Đức Bình 0938333898	Trung tâm hỗ trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ VCCI, CN Tp.HCM	15	Giám Đốc
4	Ngô Chính 0903908568	Văn phòng chính phủ 2	25	Trưởng phòng Quản trị Tổng hợp
5	Lê Tuấn Minh 096 337 8136	Công ty chứng khoán Vinagobal	10	Nguyên TGD chứng khoán Vinagobal
6	Phạm Tố Hà 0995820057	Công ty xuất nhập khẩu Y tế Tp.HCM (Yteco)	20	Thành viên Hội đồng Quản Trị
7	Lê Đình Nghi 0918616076	Đại Học Sài Gòn	8	Chuyên gia tài chính

## PHỤ LỤC 3: NGHIÊN CỨU ĐỊNH TÍNH KHÁM PHÁ CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP CPH Dàn bài thảo luận

### Phần I: Giới thiệu

#### *Chào các anh/chị!*

Tôi là Hồ Xuân Tiến, nghiên cứu sinh Trường Đại Học Kinh Tế Tp.HCM. Chúng tôi đang thực hiện nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa, nhằm mục đích phục vụ cho nghiên cứu khoa học, không có mục đích kinh doanh. Rất mong các anh/chị dành chút thời gian trao đổi một số suy nghĩ của anh/chị. Xin lưu ý là

không có quan điểm nào là đúng hay sai, tất cả các quan điểm của các anh/chị đều có ích cho nghiên cứu của chúng tôi.

Chúng tôi cam kết nội dung của cuộc thảo luận này chỉ dùng làm tài liệu tham khảo cho luận án Tiến sĩ, không sử dụng vào bất kỳ mục đích nào khác. Để làm minh chứng cho luận án, vui lòng cho chúng tôi ghi nhận Họ và tên, số điện thoại hoặc email liên lạc. Và chúng tôi xin phép ghi âm lại cuộc thảo luận này.

## **Phần II: Khám phá các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa**

**Câu 1:** Thưa Ông (bà), hội nhập kinh tế quốc tế ảnh hưởng thế nào đến cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước? (như thúc đẩy nhanh quá trình cổ phần hóa, thay đổi mạnh mẽ trong cấu trúc sở hữu, và thay đổi cách quản trị doanh nghiệp sau cổ phần hóa...)

**Câu 2:** Thưa Ông (Bà), hội nhập kinh tế quốc tế, doanh nghiệp cổ phần hóa sẽ kỳ vọng điều gì sau đây?

1. Hội nhập kinh tế quốc tế sẽ giúp doanh nghiệp có nhiều đối tác tốt khi CPH.
2. Hội nhập kinh tế quốc tế sẽ đẩy nhanh quá trình cổ phần hóa.
3. Hội nhập kinh tế quốc tế sẽ làm thay đổi quản trị doanh nghiệp cổ phần hóa.
4. Tất cả các kỳ vọng trên.

### **Ý kiến khác của Ông (bà)**

**Câu 3:** Thưa Ông (Bà), Việt Nam sử dụng từ cổ phần hóa mà không dùng từ tư nhân hóa như các nước khác trên thế giới. Theo Ông (Bà) cách dùng từ cổ phần hóa thể hiện ý đồ gì của nhà nước. (Có phải là nhà nước vẫn muốn sở hữu nhà nước là sở hữu thống trị nền kinh tế hay không? Hay dùng từ cổ phần hóa với ý đồ là sở hữu nhà nước sẽ chiếm tỷ trọng lớn trong cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp cổ phần hóa)

**Câu 4:** Thưa Ông (Bà), các yếu tố nào sau đây thể hiện ý đồ cổ phần hóa của Nhà nước?

1. Phương pháp cổ phần hóa thể hiện sự can thiệp của nhà nước vào doanh nghiệp khi cổ phần hóa.
2. Thời gian cổ phần hóa thể hiện sự thận trọng của nhà nước trong quá trình chuyển đổi cấu trúc sở hữu.
3. Cổ phần hóa để giảm bớt gánh nặng ngân sách nhà nước.
4. Cổ phần hóa để loại bỏ những doanh nghiệp nhà nước hoạt động kém hiệu quả.
5. Tất cả các ý kiến trên.

### **Ý kiến khác**

**Câu 5:** Thưa Ông (Bà), khi cổ phần hóa, doanh nghiệp sẽ có nhiều loại hình sở hữu khác nhau như sở hữu nhà nước, nước ngoài, cổ đông lớn, quản lý... Cấu trúc sở hữu này sẽ ảnh hưởng gì đến tinh thần làm chủ của doanh nghiệp (Corporate entrepreneurship) cổ phần hóa (như thay đổi văn hóa, cách quản trị, mục tiêu kinh doanh, tự chủ hơn trong kinh doanh, chủ động trong kinh doanh, cạnh tranh, chấp nhận rủi ro trong kinh doanh...)

**Câu 6:** Thưa Ông (Bà), các yếu tố nào sau đây thể hiện sự thay đổi của doanh nghiệp sau khi thay đổi cấu trúc sở hữu từ chỉ duy nhất là sở hữu nhà nước sang đa dạng hóa các loại hình sở hữu?

1. Thay đổi chiến lược, mục tiêu hoạt động kinh doanh (Strategic Renewal).
2. Mạo hiểm trong kinh doanh (Venturing)
3. Sáng tạo và đổi mới (Innovativeness)
4. Văn hóa doanh nghiệp.
5. Tất cả các yếu tố trên.

#### **Ý kiến khác**

**Câu 7:** Thưa Ông (Bà), sự thay đổi cấu trúc sở hữu khi cổ phần hóa ảnh hưởng thế nào đến kết quả kinh doanh? (DN hoạt động hiệu quả hơn không so với trước cổ phần hóa).

**Câu 8:** Thưa Ông (Bà), các yếu tố nào sau đây thể hiện kết quả kinh doanh (Subjective Performance) của doanh nghiệp cổ phần hóa?

1. Khi cổ phần hóa, doanh nghiệp đạt được lợi nhuận mong muốn.
2. Khi cổ phần hóa, doanh nghiệp đạt được tốc độ tăng trưởng tốt.
3. Khi cổ phần hóa, doanh nghiệp đạt được thị phần mong muốn.
4. Khi cổ phần hóa, doanh nghiệp có thêm thị trường mới.
5. Khi cổ phần hóa, doanh nghiệp có phát triển thêm sản phẩm mới.
6. Tất cả các yếu tố trên.

#### **Ý kiến khác**

**Câu 9:** Thưa Ông (Bà), vui lòng cho ý kiến đóng góp khác về các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cổ phần hóa (Ví dụ như độ trễ của chính sách).

### **Phần III: Khẳng định lại các yếu tố**

**Câu 10:** Ông (Bà) vui lòng cho biết các nhân tố sau đây, nhân tố nào ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa (theo thứ tự từ 1 đến 5). Vì sao?

- Ý định cổ phần hóa (Phương pháp cổ phần hóa và thời gian cổ phần hóa).
- Sự kỳ vọng vào hội nhập kinh tế quốc tế.
- Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu sau cổ phần hóa.
- Sự thay đổi trong doanh nghiệp cổ phần hóa (thay đổi chiến lược, mục tiêu kinh doanh, tính tự chủ, chấp nhận rủi ro, quyết liệt cạnh tranh).
- Độ trễ của chính sách.

## **CHÂN THÀNH CÁM ƠN**

### **1. KẾT QUẢ THẢO LUẬN**

Kết quả cuộc thảo luận cho thấy, hầu hết các chuyên gia đều cho rằng cổ phần hóa DNNN là hướng đi đúng, là xu thế tất yếu của thời đại. Nhà nước cần phải tiếp tục thực hiện chương trình cổ phần hóa để hội nhập kinh tế thế giới, cứu vãn nền kinh tế nước nhà thoát khỏi tình trạng quan liêu, bao cấp, ảnh hưởng nghiêm trọng đến sự phát triển của đất nước.

Về nhân tố kết quả kinh doanh (Subjective performance), các chuyên gia đều thống nhất rằng cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước trong thời gian quan đã đem lại một kết quả nhất định. Kết quả đạt được quan trọng nhất là chương trình cổ phần hóa đã tạo ra sự thay đổi trong nhận thức của lãnh đạo doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp cổ phần hóa. Sự thay đổi trong tư duy chính là yếu tố quyết định cho các sự thay đổi khác trong doanh nghiệp, tạo điều kiện để doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả hơn trong nền kinh tế thị trường. Các doanh nghiệp cổ phần hóa

có thể có lợi nhuận hoặc chưa có lợi nhuận nhưng đó là nhất thời. Về lâu dài, sự thay đổi trong tư duy, nhận thức là yếu tố quyết định để doanh nghiệp tồn tại trong nền kinh tế thị trường. Vì vậy, đo lường kết quả kinh doanh theo phương pháp cảm nhận (Subjective performance) là một cách đo lường cần thiết để đánh giá toàn diện hơn so với phương pháp đo lường bằng các chỉ số tài chính (Objective performance).

Về nhân tố sự thay đổi cấu trúc sở hữu khi cổ phần hóa, các chuyên gia đều có chung nhận định sự thay đổi này là quá chậm, rất chậm, thậm chí là thay đổi theo hình thức. Rất nhiều doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp lớn thì nhà nước đều nắm giữ cổ phần chi phối, kể cả chi phối tuyệt đối trong cơ cấu chủ sở hữu. Sự thay đổi cấu trúc sở hữu khi cổ phần hóa không đáng kể, lãnh đạo doanh nghiệp vẫn giữ nguyên nhưng kết quả kinh doanh lại cải thiện rất nhiều. Nhiều ý kiến đồng ý rằng cấu trúc chủ sở hữu là một nhân tố rất quan trọng ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa, tuy nhiên, cấu trúc chủ sở hữu chỉ là một nhân tố trong rất nhiều nhân tố chi phối kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong môi trường thể chế và cơ chế đặc thù của Việt Nam.

Tuy nhiên, các chuyên gia cũng thừa nhận việc cổ phần hóa chỉ làm theo hình thức trong thời gian qua cũng có lý do hợp lý. Đó là nhà nước chưa kiểm soát được sự thất thoát vốn nhà nước khi cổ phần hóa nên buộc phải làm chậm. Bởi nếu thoái vốn nhà nước quá nhanh khi chưa chuẩn bị đầy đủ các cơ chế, chính sách kiểm soát vốn nhà nước sẽ có nguy cơ tài sản nhà nước rơi vào tay tư nhân, rơi vào tay chính các lãnh đạo doanh nghiệp nhà nước như ở Liên Xô cũ và các nước Đông Âu khi tiến hành tư nhân hóa hàng loạt vào thập niên 90.

Về nhân tố kỳ vọng hội nhập, các chuyên gia cho rằng tìm kiếm đối tác chiến lược chuyên nghiệp nước ngoài là kỳ vọng lớn nhất của các doanh nghiệp cổ phần hóa. Họ kỳ vọng vào nền tảng có sẵn về khoa học công nghệ, về quản trị doanh nghiệp hiện đại của các đối tác chiến lược này sẽ giúp họ cải thiện quản trị doanh nghiệp và tiếp cận hội nhập kinh tế thế giới.

Về nhân tố tinh thần làm chủ của doanh nghiệp (Corporate entrepreneurship), các chuyên gia đều cho rằng định tinh thần làm chủ doanh nghiệp là nền tảng để cải thiện kết quả kinh doanh về lâu dài. Tuy nhiên, cần chú trọng khái niệm tinh thần làm chủ doanh nghiệp, vì khái niệm này không có nghĩa tương đồng trong tiếng Việt nên dễ có sự nhầm lẫn. Các thành phần trong khái niệm cần thống nhất là sự thay mới chiến lược (Strategic renewal), mạo hiểm (Venturing) và đổi mới (Innovativeness) cũng như cần phải thống nhất cách dịch và thuật ngữ tiếng Anh. Sự thay mới chiến lược, mạo hiểm, đổi mới trong kinh doanh là những yếu tố quyết định sự thành công của doanh nghiệp trong dài hạn. Tuy nhiên, để tinh thần làm chủ xảy ra trong doanh nghiệp thì cạnh tranh đóng vai trò là chất xúc tác. Tạo môi trường cạnh tranh, sự cạnh tranh sòng phẳng giữa các loại hình doanh nghiệp là trách nhiệm của nhà nước. Doanh nghiệp cổ phần hóa hoạt động trong môi trường mới, không còn gọi là doanh nghiệp nhà nước nữa mặc dù nhà nước có nắm giữ cổ phần chi phối. Vì vậy, môi trường kinh doanh cạnh tranh là yếu tố quan trọng, làm chất xúc tác để xảy ra tinh thần làm chủ doanh nghiệp, làm cầu nối cho sự cải thiện kết quả kinh doanh khi có sự thay đổi cấu trúc sở hữu.

Về nhân tố ý định cổ phần hóa của nhà nước và nhân tố độ trễ của chính sách khi đo lường kết quả kinh doanh, các chuyên gia đều thống nhất đây là khía cạnh khác của vấn đề và cho rằng hai nhân tố này không phù hợp trong mô hình nghiên cứu.

## PHỤ LỤC 4: NGHIÊN CỨU ĐỊNH TÍNH ĐIỀU CHỈNH THANG ĐO LƯỜNG CÁC KHÁI NIỆM NGHIÊN CỨU

*Chào các anh/chị!*

Tôi là Hồ Xuân Tiến, nghiên cứu sinh Trường Đại Học Kinh Tế Tp.HCM. Chúng tôi đang thực hiện nghiên cứu điều chỉnh thang đo lường các nhân tố các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa dựa trên thang đo gốc đã có, nhằm mục đích phục vụ cho nghiên cứu khoa học, không có mục đích kinh doanh. Rất mong các anh/chị dành chút thời gian trao đổi một số suy nghĩ của anh/chị. Xin lưu ý là không có quan điểm nào là đúng hay sai, tất cả các quan điểm của các anh/chị đều có ích cho nghiên cứu của chúng tôi. Chúng tôi cam kết giữ bí mật các thông tin này.

### 1. Thang đo gốc (được gửi trước cho các thành viên tham gia nghiên cứu định tính)

STT	Nhân tố (Latent variables)	Phát biểu (Original statement)	Nguồn (Ref)
1	<b>Kỳ vọng hội nhập (Expected Integration)</b>	1.Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp chúng tôi sẽ tốt hơn khi VN gia nhập WTO. 2.Chúng tôi kỳ vọng rằng VN gia nhập WTO sẽ giúp chúng tôi có nhiều đối tác mới. 3.Chúng tôi kỳ vọng rằng VN gia nhập WTO sẽ giúp chúng tôi có thị trường mới.	Tho & Trang, (2011), p.720.
2	<b>Sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu (Change of Ownership Structure)</b>	Khi cổ phần hóa: 1.Các cổ đông ngoài nhà nước nên là cổ đông lớn. 2.Chính phủ không nên là cổ đông lớn. 3.Chính phủ không nên có vai trò là cổ đông.	Immaculate & et al., (2011), p.255.
3	<b>Tinh thần làm chủ doanh nghiệp (Corporate Entrepreneurship)</b>	Công ty chúng tôi... 1.Tăng cường đầu tư cho nghiên cứu và phát triển. 2.Duy trì các công cụ cần thiết cho nghiên cứu và phát triển. 3.Giới thiệu nhiều sản phẩm mới ra thị trường. 4.Có nhiều sáng chế hơn các đối thủ cạnh tranh. 5. Tiên phong phát triển vượt trội qua sự đổi mới. 6.Đã tham gia vào nhiều lĩnh vực mới. 7.Chú ý đến tầm quan trọng của việc mở rộng hoạt động quốc tế. 8.Đã tham gia vào nhiều lĩnh vực khác nhau. 9. Tài trợ cho nhiều hoạt động đầu tư mạo hiểm. 10. Tập trung cải thiện kết quả kinh doanh hiện tại hơn việc gia nhập ngành mới. 11.Đã loại bỏ được nhiều đơn vị không mang lại lợi nhuận. 12.Thay đổi cách tiếp cận cạnh tranh cho các đơn vị thành viên 13. Tiên phong nhiều chương trình cải thiện chất lượng sản phẩm/dịch vụ. 14. Tái tổ chức các hoạt động để đảm bảo sự tăng cường	Zahra, (1996), p.1723.

		hợp tác và giao tiếp giữa các đơn vị.	
4	<b>Kết quả kinh doanh (Performance)</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Chúng tôi đạt được thành tựu về lợi nhuận như mong muốn.</li> <li>2. Chúng tôi đạt được thành tựu về tăng trưởng.</li> <li>3. Chúng tôi đạt được thành tựu về chiếm lĩnh thị trường.</li> <li>4. Chúng tôi đã và đang phát triển thị trường như mong muốn.</li> <li>5. Chúng tôi đã và đang phát triển sản phẩm và dịch vụ mới.</li> </ol>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tiêu chí đo lường của Keh et al., (2007), p.604;</li> <li>▪ Quan điểm đo lường của Murphy &amp; et al., 1996;</li> <li>▪ Phát biểu của Tho &amp; Trang, (2011), p.720.</li> </ul>

## 2. Kết quả điều chỉnh thang đo gốc

Dựa trên thang đo nháp mà tác giả đã gửi trước cho từng thành viên, các đối tượng tham gia cùng thảo luận để điều chỉnh các thành phần đo lường và các biến quan sát, cụ thể:

### Thang đo kỳ vọng hội nhập

Thông qua thảo luận nhóm và phỏng vấn tay đôi, các đối tượng tham gia thống nhất 3 biến quan sát của thang đo kỳ vọng hội nhập do tác giả đưa ra nhưng có điều chỉnh ngữ nghĩa cho phù hợp với môi trường cổ phần hóa tại Việt Nam, cụ thể:

- Phát biểu “Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp chúng tôi sẽ tốt hơn khi VN gia nhập WTO” được chuyển thành “Chủ trương hội nhập của VN trong những năm qua đã giúp công ty chúng tôi tìm được nhiều nhà đầu tư chiến lược”.
- Phát biểu “Chúng tôi kỳ vọng rằng Việt Nam gia nhập WTO sẽ giúp chúng tôi có nhiều đối tác mới” được chuyển thành “Chủ trương hội nhập của Việt Nam trong những năm qua đã giúp công ty chúng tôi tìm được nhiều đối tác kinh doanh mới”.
- Phát biểu “Chúng tôi kỳ vọng rằng VN gia nhập WTO sẽ giúp chúng tôi có thị trường mới” được thay thế bằng phát biểu “Chủ trương hội nhập của Việt Nam trong những năm qua đã giúp việc kinh doanh của công ty chúng tôi thuận lợi hơn”.

### Thang đo sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu

Thông qua thảo luận nhóm và phỏng vấn tay đôi, các đối tượng tham gia thống nhất thang đo sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu gồm 3 biến quan sát, tuy nhiên, có sự điều chỉnh về cách phát biểu, cụ thể như sau:

- Phát biểu “Khi cổ phần hóa, các cổ đông ngoài nhà nước nên là cổ đông lớn” chuyển thành “Khi cổ phần hóa, cổ đông nước ngoài nên là cổ đông lớn”.
- Phát biểu “Khi cổ phần hóa, chính phủ không nên là cổ đông lớn” được chuyển thành “Khi cổ phần hóa, cổ đông tổ chức ngoài nhà nước nên là cổ đông lớn”.
- Phát biểu “Khi cổ phần, chính phủ không nên có vai trò là cổ đông” được chuyển thành “Khi cổ phần hóa, nhà nước nên giảm vai trò là cổ đông”.

### Thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp

Thông qua thảo luận nhóm và phỏng vấn tay đôi, các đối tượng tham gia thống nhất thang đo Thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp được điều chỉnh giảm từ 14 biến thành 12 biến quan sát và có sự điều chỉnh về cách phát biểu cho phù hợp với ngôn ngữ và môi trường cổ phần hóa tại Việt Nam, cụ thể như sau:



### **Thành phần thay mới chiến lược (Strategic Renewal)**

- Phát biểu “Công ty chúng tôi đã loại bỏ được nhiều đơn vị không mang lại lợi nhuận” được chuyển thành “Khi trở thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi loại bỏ các việc kinh doanh không có lợi nhuận”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi đã thay đổi cách tiếp cận cạnh tranh cho các đơn vị thành viên” được chuyển thành “Khi trở thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi thay đổi chiến lược để cạnh tranh”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi đã tiên phong nhiều chương trình thiện chất lượng sản phẩm” được chuyển thành “Khi trở thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi tiên phong nhiều chương trình cải thiện chất lượng sản phẩm”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi đã tái tổ chức các hoạt động để đảm bảo sự tăng cường hợp tác và giao tiếp giữa các đơn vị” được chuyển thành “Khi trở thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi tái tổ chức các hoạt động để đảm bảo sự tăng cường hợp tác và giao tiếp giữa các đơn vị”.

### **Thành phần mạo hiểm (Venturing)**

- Phát biểu “Công ty chúng tôi đã tham gia vào nhiều lĩnh vực khác nhau” và phát biểu “Công ty chúng tôi tập trung cải thiện hiệu quả kinh doanh hiện tại hơn việc gia nhập ngành mới”, với hai phát biểu này, các chuyên gia thống nhất cho rằng trong thang đo gốc có sự trùng lặp, cách diễn đạt chưa phù hợp với môi trường cổ phần hóa Việt Nam, đặc biệt là nội dung liên quan đến cải thiện kết quả kinh doanh chưa phù hợp ở thang đo này, nên chuyển thành một phát biểu duy nhất là “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi đầu tư vào nhiều lĩnh vực mới”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi đã tham gia vào nhiều lĩnh vực mới” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi đã đa dạng hóa nhiều lĩnh vực mới tại VN”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi chú ý đến tầm quan trọng của việc mở rộng hoạt động quốc tế” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi mở rộng hoạt động quốc tế mạnh mẽ”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi tài trợ cho nhiều hoạt động đầu tư mạo hiểm” chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi tài trợ nhiều dự án khởi nghiệp”.

### **Thành phần đổi mới (Innovativeness)**

- Phát biểu “Công ty chúng tôi tăng cường đầu tư cho nghiên cứu và phát triển” chuyển thành “Khi chuyển sang công ty cổ phần, công ty chúng tôi chi nhiều tiền cho hoạt động nghiên cứu và phát triển R&D”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi giới thiệu nhiều sản phẩm mới ra thị trường” được chuyển thành “Khi chuyển sang cty cổ phần, cty chúng tôi giới thiệu nhiều sản phẩm mới ra thị trường”.
- Phát biểu “Công ty chúng tôi duy trì các công cụ cần thiết cho nghiên cứu và phát triển” và phát biểu “Công ty chúng tôi có nhiều sáng chế hơn các đối thủ cạnh tranh”. Với hai phát biểu này, các chuyên gia đồng ý cho rằng có sự trùng lặp liên quan nội dung nghiên cứu và phát triển, nên đề nghị chuyển thành một phát biểu duy nhất là “Khi chuyển sang công ty cổ phần, công ty chúng tôi tiên phong phát triển sản phẩm/dịch vụ mới vào thị trường và tại VN”.
- Phát biểu “Cty chúng tôi tiên phong phát triển vượt trội qua sự đổi mới” chuyển thành “Khi chuyển sang cty cổ phần, cty chúng tôi sử dụng các giải pháp kỹ thuật công nghệ vượt trội”.

### **Thang đo kết quả kinh doanh**

Thông qua thảo luận nhóm và phỏng vấn tay đôi, các đối tượng tham gia thống nhất thang đo kết quả kinh doanh gồm 5 biến quan sát, tuy nhiên, có sự điều chỉnh về cách phát biểu, cụ thể như sau:

- Phát biểu “Chúng tôi được thành tựu về lợi nhuận như mong muốn” chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi đạt được lợi nhuận (ROS) mong muốn”. Trong phát biểu này, các chuyên gia đều đồng ý với quan điểm của Sun & Tong (2003), lợi nhuận được xác định rõ hơn trên cơ sở đo lường chỉ số ROS do chỉ số ROS phản ánh thực chất hơn kết quả hoạt động kinh doanh của công ty cổ phần hóa so với chỉ số ROA và ROE, vì khi cổ phần hóa tài sản và vốn cổ phần thường có xu hướng tăng lên nhanh.
- Phát biểu “Chúng tôi đạt được thành tựu về tăng trưởng” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi đạt được tốc độ tăng trưởng tốt”.
- Phát biểu “Chúng tôi đạt được thành tựu về chiếm lĩnh thị trường” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi có thêm thị trường mới”.
- Phát biểu “Chúng tôi đã và đang phát triển thị trường như mong muốn” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi phát triển thêm sản phẩm mới”.
- Phát biểu “Chúng tôi đã và đang phát triển sản phẩm và dịch vụ mới” được chuyển thành “Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi thu nhập người lao động tăng”. Riêng biến quan sát này, các chuyên gia đều đồng ý rằng lấy nội dung thu nhập người lao động để đánh giá kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa theo tiêu chí đo lường của Megginson, Nash & Randenborgh (1994) sẽ tốt hơn so với nội dung đo lường tính mới về phát triển sản phẩm và dịch vụ.

### 3. Bảng câu hỏi hình thành sau kết quả nghiên cứu định tính điều chỉnh thang đo

Sau khi thảo luận với chuyên gia, các biến quan sát đo lường các khái niệm nghiên cứu được điều chỉnh và tổng hợp như sau:

Xin cho biết mức độ đồng ý của anh/chị đối với các phát biểu sau đây về các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.

Hoàn toàn không hài lòng 1	Hoàn toàn hài lòng 7						
<b>Chủ trương hội nhập của VN trong thời gian qua đã giúp</b>							
Công ty chúng tôi tìm kiếm được nhiều nhà đầu tư chiến lược.	1	2	3	4	5	6	7
Công ty chúng tôi tìm được nhiều đối tác kinh doanh mới.	1	2	3	4	5	6	7
Việc kinh doanh của công ty chúng tôi thuận lợi hơn.	1	2	3	4	5	6	7
<b>Khi cổ phần hóa</b>							
Cổ đông nước ngoài nên là cổ đông lớn.	1	2	3	4	5	6	7
Cổ đông tổ chức nên là cổ đông lớn.	1	2	3	4	5	6	7
Nhà nước nên giảm vai trò là cổ đông.	1	2	3	4	5	6	7
<b>Khi chuyển đổi thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi:</b>							
Loại bỏ các việc kinh doanh không có lợi nhuận.	1	2	3	4	5	6	7
Tái tổ chức các hoạt động để đảm bảo sự tăng cường hợp tác và giao tiếp giữa các đơn vị.	1	2	3	4	5	6	7
Tiên phong nhiều chương trình cải thiện chất lượng sản phẩm	1	2	3	4	5	6	7
Thay đổi chiến lược để cạnh tranh.	1	2	3	4	5	6	7
Đầu tư vào nhiều lĩnh vực mới.	1	2	3	4	5	6	7
Đa dạng hóa nhiều lĩnh vực mới tại Việt Nam	1	2	3	4	5	6	7

Mở rộng hoạt động quốc tế mạnh mẽ.	1	2	3	4	5	6	7
Tài trợ nhiều dự án khởi nghiệp	1	2	3	4	5	6	7
Chi nhiều tiền cho hoạt động nghiên cứu và phát triển (R&D).	1	2	3	4	5	6	7
Giới thiệu nhiều sản phẩm mới ra thị trường.	1	2	3	4	5	6	7
Sử dụng các giải pháp kỹ thuật công nghệ vượt trội.	1	2	3	4	5	6	7
Tiên phong phát triển sản phẩm mới vào thị trường và tại VN.	1	2	3	4	5	6	7
<b>Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi:</b>							
Đạt được lợi nhuận (ROS) mong muốn.	1	2	3	4	5	6	7
Đạt được tốc độ tăng trưởng tốt.	1	2	3	4	5	6	7
Có thêm thị trường mới.	1	2	3	4	5	6	7
Phát triển thêm sản phẩm mới.	1	2	3	4	5	6	7
Thu nhập người lao động tăng.	1	2	3	4	5	6	7

## **PHỤ LỤC 5: PHÒNG VẤN SÂU HOÀN THIỆN BẢNG CÂU HỎI KHẢO SÁT**

### ***Chào các anh/chị!***

Tôi là Hồ Xuân Tiên, nghiên cứu sinh Trường Đại Học Kinh Tế Tp.HCM. Chúng tôi đang thực hiện nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa, nhằm mục đích phục vụ cho nghiên cứu khoa học, không có mục đích kinh doanh. Rất mong các anh/chị dành chút thời gian trao đổi một số suy nghĩ của anh/chị. Xin lưu ý là không có quan điểm nào là đúng hay sai, tất cả các quan điểm của các anh/chị đều có ích cho nghiên cứu của chúng tôi.

Tôi rất hân hạnh được nhờ quý vị góp ý về các thang đo trong nghiên cứu. Xin Quý vị vui lòng trao đổi thẳng thắn các ý kiến của mình. Tất cả các ý kiến đều rất hữu ích cho nghiên cứu, giúp cho đề tài gắn kết chắc chắn hơn giữa thực tiễn và lý thuyết.

Chúng tôi cam kết nội dung của cuộc thảo luận này chỉ dùng làm tài liệu tham khảo cho luận án Tiến sĩ, không sử dụng vào bất kỳ mục đích nào khác.

### **NỘI DUNG GÓP Ý CÁC THANG ĐO**

Với thang đo Likert 7 mức độ của bốn nhân tố kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu, tinh thần làm chủ doanh nghiệp và kết quả kinh doanh, tất cả bao gồm 23 phát biểu (Bảng câu hỏi gửi kèm). Với từng phát biểu của từng thang đo, xin Quý vị cho biết:

1. Có phát biểu nào chưa rõ ràng trong Bảng câu hỏi không? Đó là những phát biểu nào?
2. Các phát biểu đã hợp lý chưa? Nếu chưa, nên thay đổi hay chỉnh sửa thế nào?

**Xin chân thành cảm ơn ý kiến đóng góp của Quý vị.**

### **Kết quả phỏng vấn sâu hoàn thiện Bảng câu hỏi khảo sát**

Ba phát biểu được điều chỉnh thuộc thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp, cụ thể:

-Phát biểu “Tài trợ nhiều dự án khởi nghiệp” của thành phần mạo hiểm nên thêm chữ (Start up) để tránh sự nhầm lẫn giữa khởi nghiệp và lập nghiệp.

-Phát biểu “Tiên phong nhiều chương trình cải thiện chất lượng sản phẩm” của thành phần thay mới chiến lược (Strategic renewal); “Giới thiệu nhiều sản phẩm mới ra thị trường”; “Tiên phong phát triển sản phẩm mới vào thị trường và tại VN” của thành phần đổi mới (Innovativeness) nên điều chỉnh chữ “sản phẩm” thành “sản phẩm/dịch vụ”, vì chữ sản phẩm dễ nhầm lẫn với sản phẩm hữu hình. Các phát biểu khác, các đối tượng tham gia phỏng vấn đồng ý đã rõ ràng và phù hợp, không cần điều chỉnh thêm.

<b>Hoàn toàn không hài lòng</b> 1	<b>Hoàn toàn hài lòng</b> 7						
<b>Chủ trương hội nhập của VN trong thời gian qua đã giúp</b>							
Công ty chúng tôi tìm kiếm được nhiều nhà đầu tư chiến lược.	1	2	3	4	5	6	7
Công ty chúng tôi tìm được nhiều đối tác kinh doanh mới.	1	2	3	4	5	6	7
Việc kinh doanh của công ty chúng tôi thuận lợi hơn.	1	2	3	4	5	6	7
<b>Khi cổ phần hóa</b>							
Cổ đông nước ngoài nên là cổ đông lớn.	1	2	3	4	5	6	7
Cổ đông tổ chức nên là cổ đông lớn.	1	2	3	4	5	6	7
Nhà nước nên giảm vai trò là cổ đông.	1	2	3	4	5	6	7
<b>Khi chuyển đổi thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi:</b>							
Loại bỏ các việc kinh doanh không có lợi nhuận.	1	2	3	4	5	6	7
Tái tổ chức các hoạt động để đảm bảo sự tăng cường hợp tác và giao tiếp giữa các đơn vị.	1	2	3	4	5	6	7
Tiên phong nhiều chương trình cải thiện chất lượng sản phẩm/dịch vụ.	1	2	3	4	5	6	7
Thay đổi chiến lược để cạnh tranh.	1	2	3	4	5	6	7
Đầu tư vào nhiều lĩnh vực mới.	1	2	3	4	5	6	7
Đa dạng hóa nhiều lĩnh vực mới tại Việt Nam	1	2	3	4	5	6	7
Mở rộng hoạt động quốc tế mạnh mẽ.	1	2	3	4	5	6	7
Tài trợ nhiều dự án khởi nghiệp (Startup)	1	2	3	4	5	6	7
Chi nhiều tiền cho hoạt động nghiên cứu và phát triển (R&D).	1	2	3	4	5	6	7
Giới thiệu nhiều sản phẩm/dịch vụ mới ra thị trường.	1	2	3	4	5	6	7
Sử dụng các giải pháp kỹ thuật công nghệ vượt trội.	1	2	3	4	5	6	7
Tiên phong phát triển sản phẩm/dịch vụ mới vào thị trường và tại VN.	1	2	3	4	5	6	7
<b>Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi:</b>							
Đạt được lợi nhuận (ROS) mong muốn.	1	2	3	4	5	6	7
Đạt được tốc độ tăng trưởng tốt.	1	2	3	4	5	6	7
Có thêm thị trường mới.	1	2	3	4	5	6	7
Phát triển thêm sản phẩm mới.	1	2	3	4	5	6	7
Thu nhập người lao động tăng.	1	2	3	4	5	6	7

## **PHỤ LỤC 6: BẢNG CÂU HỎI KHẢO SÁT (sơ bộ)**

*Xin chào anh/chị!*

Tôi là Hồ Xuân Tiến, nghiên cứu sinh Trường Đại Học Kinh Tế Tp.HCM. Chúng tôi đang thực hiện nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa, nhằm mục đích phục vụ cho nghiên cứu khoa học, không có mục đích kinh doanh. Rất mong các anh/chị dành chút thời gian trao đổi một số suy nghĩ của anh/chị. Xin lưu ý là không có quan điểm nào là đúng hay sai, tất cả các quan điểm của các anh/chị đều có ích cho nghiên cứu của chúng tôi. Chúng tôi xin cam kết những thông tin từ anh/chị hoàn toàn được giữ bí mật.

Anh/chị vui lòng cho biết mức độ đồng ý của mình về các phát biểu dưới đây theo thang đo có điểm từ 1 đến 7 (với quy ước: 1 là hoàn toàn không hài lòng, 7 là hoàn toàn hài lòng) bằng cách khoanh tròn vào số thích hợp.

*Chân thành cảm ơn sự hợp tác của anh/chị!*

**Phần I: Một số thông tin khác**

**Anh/chị vui lòng cho biết đôi chút về vị trí của anh/chị trong công ty**

- Trưởng bộ phận
- Trưởng phòng
- Giám đốc
- Khác

**Phần II:** Xin cho biết mức độ đồng ý của anh/chị đối với các phát biểu sau đây về các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.

Hoàn toàn không hài lòng 1							Hoàn toàn hài lòng 7
<b>Chủ trương hội nhập của VN trong thời gian qua đã giúp</b>							
Công ty chúng tôi tìm kiếm được nhiều nhà đầu tư chiến lược.	1	2	3	4	5	6	7
Công ty chúng tôi tìm được nhiều đối tác kinh doanh mới.	1	2	3	4	5	6	7
Việc kinh doanh của công ty chúng tôi thuận lợi hơn.	1	2	3	4	5	6	7
<b>Khi cổ phần hóa</b>							
Cổ đông nước ngoài nên là cổ đông lớn.	1	2	3	4	5	6	7
Cổ đông tổ chức nên là cổ đông lớn.	1	2	3	4	5	6	7
Nhà nước nên giảm vai trò là cổ đông.	1	2	3	4	5	6	7
<b>Khi chuyển đổi thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi:</b>							
Loại bỏ các việc kinh doanh không có lợi nhuận.	1	2	3	4	5	6	7
Tái tổ chức các hoạt động để đảm bảo sự tăng cường hợp tác và giao tiếp giữa các đơn vị.	1	2	3	4	5	6	7
Tiên phong nhiều chương trình cải thiện chất lượng sản phẩm/dịch vụ.	1	2	3	4	5	6	7
Thay đổi chiến lược để cạnh tranh.	1	2	3	4	5	6	7
Đầu tư vào nhiều lĩnh vực mới.	1	2	3	4	5	6	7
Đa dạng hóa nhiều lĩnh vực mới tại Việt Nam	1	2	3	4	5	6	7
Mở rộng hoạt động quốc tế mạnh mẽ.	1	2	3	4	5	6	7
Tài trợ nhiều dự án khởi nghiệp (Startup)	1	2	3	4	5	6	7
Chi nhiều tiền cho hoạt động nghiên cứu và phát triển R&D.	1	2	3	4	5	6	7
Giới thiệu nhiều sản phẩm/dịch vụ mới ra thị trường.	1	2	3	4	5	6	7
Sử dụng các giải pháp kỹ thuật công nghệ vượt trội.	1	2	3	4	5	6	7
Tiên phong phát triển sản phẩm/dịch vụ mới vào thị trường và tại VN.	1	2	3	4	5	6	7
<b>Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi:</b>							
Đạt được lợi nhuận (ROS) mong muốn.	1	2	3	4	5	6	7
Đạt được tốc độ tăng trưởng tốt.	1	2	3	4	5	6	7
Có thêm thị trường mới.	1	2	3	4	5	6	7
Phát triển thêm sản phẩm mới.	1	2	3	4	5	6	7
Thu nhập người lao động tăng.	1	2	3	4	5	6	7

**XIN CHÂN THÀNH CẢM ƠN CÁC ANH/CHỊ!**

## PHỤ LỤC 7

### BẢNG CÂU HỎI KHẢO SÁT (chính thức)

#### *Chào các anh/chị!*

Tôi là Hồ Xuân Tiên, nghiên cứu sinh Trường Đại Học Kinh Tế Tp.HCM. Chúng tôi đang thực hiện nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cổ phần hóa, nhằm mục đích phục vụ cho nghiên cứu khoa học, không có mục đích kinh doanh. Rất mong các anh/chị dành chút thời gian trao đổi một số suy nghĩ của anh/chị. Xin lưu ý là không có quan điểm nào là đúng hay sai, tất cả các quan điểm của các anh/chị đều có ích cho nghiên cứu của chúng tôi. Chúng tôi xin cam kết những thông tin từ anh/chị hoàn toàn được giữ bí mật.

Anh/chị vui lòng cho biết mức độ đồng ý của mình về các phát biểu dưới đây theo thang đo có điểm từ 1 đến 7 (với quy ước: 1 là hoàn toàn không hài lòng, 7 là hoàn toàn hài lòng) bằng cách khoanh tròn vào số thích hợp.

#### *Chân thành cảm ơn sự hợp tác của anh/chị!*

#### **Phần I: Một số thông tin khác**

**Anh/chị vui lòng cho biết đôi chút về vị trí của anh/chị trong công ty**

- Trưởng bộ phận
- Trưởng phòng
- Giám đốc
- Khác

**Phần II:** Xin cho biết mức độ đồng ý của anh/chị đối với các phát biểu sau đây về các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa.

Hoàn toàn không hài lòng 1	Hoàn toàn hài lòng 7						
<b>Chủ trương hội nhập của VN trong thời gian qua đã giúp</b>							
Công ty chúng tôi tìm kiếm được nhiều nhà đầu tư chiến lược.	1	2	3	4	5	6	7
Công ty chúng tôi tìm được nhiều đối tác kinh doanh mới.	1	2	3	4	5	6	7
Việc kinh doanh của công ty chúng tôi thuận lợi hơn.	1	2	3	4	5	6	7
<b>Khi cổ phần hóa</b>							
Cổ đông nước ngoài nên là cổ đông lớn.	1	2	3	4	5	6	7
Cổ đông tổ chức nên là cổ đông lớn.	1	2	3	4	5	6	7
Nhà nước nên giảm vai trò là cổ đông.	1	2	3	4	5	6	7
<b>Khi chuyển đổi thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi:</b>							
Tái tổ chức các hoạt động để đảm bảo sự tăng cường hợp tác và giao tiếp giữa các đơn vị.	1	2	3	4	5	6	7
Tiên phong nhiều chương trình cải thiện chất lượng sản phẩm/dịch vụ.	1	2	3	4	5	6	7
Thay đổi chiến lược để cạnh tranh.	1	2	3	4	5	6	7
Đầu tư vào nhiều lĩnh vực mới.	1	2	3	4	5	6	7
Đa dạng hóa nhiều lĩnh vực mới tại Việt Nam	1	2	3	4	5	6	7
Mở rộng hoạt động quốc tế mạnh mẽ.	1	2	3	4	5	6	7
Tài trợ nhiều dự án khởi nghiệp (Startup)	1	2	3	4	5	6	7

Chi nhiều tiền cho hoạt động nghiên cứu và phát triển R&D.	1	2	3	4	5	6	7
Giới thiệu nhiều sản phẩm/dịch vụ mới ra thị trường.	1	2	3	4	5	6	7
Sử dụng các giải pháp kỹ thuật công nghệ vượt trội.	1	2	3	4	5	6	7
Tiên phong phát triển sản phẩm/dịch vụ mới vào thị trường và tại VN.	1	2	3	4	5	6	7
<b>Khi chuyển thành công ty cổ phần, công ty chúng tôi:</b>							
Đạt được lợi nhuận (ROS) mong muốn.	1	2	3	4	5	6	7
Đạt được tốc độ tăng trưởng tốt.	1	2	3	4	5	6	7
Có thêm thị trường mới.	1	2	3	4	5	6	7
Phát triển thêm sản phẩm mới.	1	2	3	4	5	6	7
Thu nhập người lao động tăng.	1	2	3	4	5	6	7

**XIN CHÂN THÀNH CẢM ƠN CÁC ANH/CHỊ!**

## **PHỤ LỤC 9: NGHIÊN CỨU ĐỊNH TÍNH SAU ĐỊNH LƯỢNG**

### **NGHIÊN CỨU ĐỊNH TÍNH VỀ MỐI QUAN HỆ GIỮA SỰ THAY ĐỔI CẤU TRÚC CHỦ SỞ HỮU VÀ KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA DN CỔ PHẦN HÓA**

#### **1. Dàn bài thảo luận**

##### **Phần I: Giới thiệu**

*Chào các anh/chị!*

Tôi là Hồ Xuân Tiến, nghiên cứu sinh Trường Đại Học Kinh Tế Tp.HCM. Chúng tôi đang thực hiện nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa, nhằm mục đích phục vụ cho nghiên cứu khoa học, không có mục đích kinh doanh. Rất mong các anh/chị dành chút thời gian trao đổi một số suy nghĩ của anh/chị. Xin lưu ý là không có quan điểm nào là đúng hay sai, tất cả các quan điểm của các anh/chị đều có ích cho nghiên cứu của chúng tôi.

Chúng tôi cam kết nội dung của cuộc thảo luận này chỉ dùng làm tài liệu tham khảo cho luận án Tiến sĩ, không sử dụng vào bất kỳ mục đích nào khác. Để làm minh chứng cho luận án, vui lòng cho chúng tôi ghi nhận Họ và tên, số điện thoại hoặc email liên lạc. Và chúng tôi xin phép ghi âm lại cuộc thảo luận này.

##### **Phần II: Khám phá mối quan hệ giữa sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cổ phần hóa**

**Câu 1:** Thưa Ông (Bà), sau khi thực hiện khảo sát và phân tích dữ liệu kết quả nghiên cứu cho thấy sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu tại các doanh nghiệp cổ phần hóa tại Việt Nam không có mối quan hệ với hiệu quả kinh doanh (đánh giá theo phương pháp đo lường mức độ cảm nhận). Ông (bà) nhận thấy kết quả này có phù hợp với môi trường của Việt Nam hay không?

**Câu 2:** Thưa Ông (Bà), thay đổi trong nhận thức hay nói cách khác là thay đổi tư duy quản lý theo nền kinh tế thị trường của các lãnh đạo doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa còn vốn nhà nước được xem là thành công nhất trong chương trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước cho đến thời điểm hiện nay. Ông (Bà) nhận thấy thế nào về quan điểm này.

#### **2. Kết quả thảo luận**

Ngoài việc thoái vốn hoàn toàn tại một số các doanh nghiệp cổ phần hóa thì nhà nước vẫn tiếp tục nắm giữ cổ phần và cổ phần chi phối thậm chí chi phối tuyệt đối tại hầu hết các doanh nghiệp cổ phần hóa. Ngoài ra, thực tiễn tại Việt Nam đã cho thấy tại một số doanh nghiệp cổ phần hóa mà nhà nước đã thoái vốn hoàn toàn thì cổ đông nắm giữ cổ phần chi phối lại chính là cựu các lãnh đạo cấp cao của doanh nghiệp nhà nước trước kia. Như vậy, cổ phần hóa hình thức chỉ đạt về số lượng chứ chưa đạt về chất là những gì đã diễn ra trong thời gian qua. Do đó, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu không có mối quan hệ với hiệu quả kinh doanh là phù hợp với thực trạng cổ phần hóa tại VN.

Tuy nhiên, chúng ta phải nhìn nhận mặt tích cực của quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước thời gian qua. Chúng ta thực hiện cổ phần hóa chậm là để tránh vết xe đổ từ sự thất bại của chương trình tư nhân hóa hàng loạt tại các nước Đông Âu và Liên bang Nga trong những năm 1990. Chúng ta vừa làm vừa rút kinh nghiệm, cổ phần hóa có chọn lọc và thí điểm từng giai đoạn để tìm hướng đi tốt nhất cho chương trình cổ phần hóa mang bản sắc của Việt Nam. Thay đổi được nhận thức, tư duy quản lý doanh nghiệp theo kinh tế thị trường là một thành công quan trọng nhất, đáng ghi nhận của chương trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước đến thời điểm hiện nay.

STT	Họ và Tên	Đơn vị công tác	Chức vụ
1	Nguyễn Đức Bình 0938333898	Trung tâm hỗ trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ VCCI, Chi nhánh Tp.HCM	Giám Đốc
2	Lê Tuấn Minh 096 337 8136	Công ty chứng khoán Vinagobal	Nguyên TGD chứng khóan Vinagobal
3	Phạm Tố Hà 0995820057	Công ty xuất nhập khẩu Y tế Tp.HCM (Yteco)	Thành viên Hội đồng Quản Trị

## PHỤ LỤC 8: KẾT QUẢ XỬ LÝ DỮ LIỆU

### PHỤ LỤC 8.1 NGHIÊN CỨU SƠ BỘ N=120

#### CRONBACH'S ALPHA

#### Cronbach's Alpha ENP (Tinh thần làm chủ doanh nghiệp)

##### Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	N of Items
.863	.862	4

##### Item-Total Statistics

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Squared Multiple Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
ENP1	13.88	15.701	.770	.655	.800
ENP2	13.49	15.613	.778	.663	.796
ENP3	13.64	17.442	.656	.433	.847
ENP4	13.66	17.773	.642	.414	.852



**Reliability Statistics**

Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	N of Items
.853	.855	4

**Item-Total Statistics**

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Squared Multiple Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
ENP5	11.41	17.235	.638	.432	.838
ENP6	11.69	17.862	.722	.541	.803
ENP7	11.86	18.610	.674	.490	.822
ENP8	11.12	15.432	.760	.578	.784

**Reliability Statistics**

Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	N of Items
.796	.797	4

**Item-Total Statistics**

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Squared Multiple Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
ENP9	12.16	18.101	.581	.349	.757
ENP10	11.31	16.669	.605	.383	.747
ENP11	11.62	16.810	.621	.403	.738
ENP12	11.82	18.050	.626	.412	.737

Cronbach's Alpha EI

**Reliability Statistics**

Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	N of Items
.793	.794	3

**Item-Total Statistics**

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Squared Multiple Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
IE1	7.84	9.008	.623	.401	.732
IE2	8.56	8.198	.679	.462	.671
IE4	8.25	8.391	.607	.373	.751

Cronbach's Alpha OS

**Reliability Statistics**

Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	N of Items
.811	.811	3

**Item-Total Statistics**

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Squared Multiple Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
OS1	6.30	8.195	.621	.385	.780
OS5	6.78	7.415	.682	.470	.717
OS6	6.53	6.990	.682	.470	.719

Cronbach's Alpha PERFORMANCE (P)

**Reliability Statistics**

Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	N of Items
.875	.876	5

**Item-Total Statistics**

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Squared Multiple Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
P1	13.78	21.011	.763	.695	.835
P2	14.15	23.204	.574	.464	.878
P3	13.88	19.959	.734	.867	.842
P4	13.76	21.513	.750	.714	.839
P5	14.00	20.588	.714	.859	.847

**PHÂN TÍCH NHÂN TỐ KHÁM PHÁ EFA**  
**EFA cho thang đo ENP LẦN 1**

### KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		.868
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	709.764
	df	66
	Sig.	.000

### Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	5.404	45.033	45.033	5.404	45.033	45.033	2.954	24.613	24.613
2	1.677	13.971	59.004	1.677	13.971	59.004	2.673	22.277	46.890
3	1.190	9.915	68.919	1.190	9.915	68.919	2.644	22.030	68.919
4	.666	5.548	74.468						
5	.600	4.997	79.465						
6	.511	4.262	83.727						
7	.479	3.988	87.715						
8	.391	3.255	90.970						
9	.336	2.804	93.773						
10	.302	2.517	96.291						
11	.265	2.209	98.500						
12	.180	1.500	100.000						

Extraction Method: Principal Component Analysis.

### Rotated Component Matrix<sup>a</sup>

	Component		
	1	2	3
ENP1	.439	.720	
ENP2	.317	.754	
ENP3		.757	
ENP4		.838	
ENP5	.710		.332
ENP6	.810		
ENP7	.841		
ENP8	.787		
ENP9			.751
ENP10			.788
ENP11			.758
ENP12			.723

Extraction Method: Principal Component Analysis.  
Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

## EFA cho thang đo ENP LẦN 2

### KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		.847
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	571.015
	df	55
	Sig.	.000

### Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	4.784	43.488	43.488	4.784	43.488	43.488	2.850	25.910	25.910
2	1.661	15.096	58.584	1.661	15.096	58.584	2.624	23.854	49.764
3	1.123	10.208	68.792	1.123	10.208	68.792	2.093	19.028	68.792
4	.633	5.758	74.550						
5	.586	5.331	79.881						
6	.507	4.606	84.487						
7	.459	4.172	88.659						
8	.389	3.540	92.199						
9	.331	3.009	95.209						
10	.290	2.638	97.846						
11	.237	2.154	100.000						

Extraction Method: Principal Component Analysis.

### Rotated Component Matrix<sup>a</sup>

	Component		
	1	2	3
ENP2	.347	.322	.693
ENP3			.784
ENP4			.853
ENP5	.718	.344	
ENP6	.816		
ENP7	.845		
ENP8	.798		
ENP9		.744	
ENP10		.796	
ENP11		.756	
ENP12		.728	

Extraction Method: Principal Component Analysis.  
Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

## EFA của thang đo kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả KD

### KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		.845
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	858.835
	df	55
	Sig.	.000

### Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	5.625	51.135	51.135	5.625	51.135	51.135	3.138	28.528	28.528
2	1.244	11.308	62.443	1.244	11.308	62.443	2.458	22.343	50.871
3	1.047	9.517	71.960	1.047	9.517	71.960	2.320	21.089	71.960
4	.895	8.136	80.096						
5	.495	4.504	84.600						
6	.475	4.316	88.916						
7	.403	3.664	92.579						
8	.341	3.098	95.678						
9	.245	2.231	97.909						
10	.166	1.509	99.418						
11	.064	.582	100.000						

Extraction Method: Principal Component Analysis.

### Rotated Component Matrix<sup>a</sup>

	Component		
	1	2	3
IE1		.744	
IE2		.805	
IE4		.791	
OS1	.602	.317	
OS5	.774		
OS6	.638	.483	
P1	.396	.308	.738
P2			.906
P3	.811		.311
P4	.387		.776
P5	.806		.314

Extraction Method: Principal Component Analysis.  
Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

Rotated Component Matrix <sup>a</sup>			
	Component		
	1	2	3
OS1	.602		
OS5	.774		
OS6	.638	.483	
IE1		.744	
IE2		.805	
IE4		.791	
P1			.738
P2			.906
P3	.811		
P4			.776
P5	.806		

Extraction Method: Principal Component Analysis.  
 Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.  
 a. Rotation converged in 5 iterations.

**PHỤ LỤC 8.2 NGHIÊN CỨU CHÍNH THỨC N=320  
 CRONBACH'S ALPHA THANG ĐO TINH THẦN LÀM CHỦ DN (ENP)**

**Reliability Statistics**

Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	N of Items
.796	.799	3

**Item-Total Statistics**

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Squared Multiple Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
ENP2	8.71	8.676	.701	.492	.662
ENP3	8.97	8.131	.620	.403	.750
ENP4	8.68	9.079	.607	.387	.757

**Reliability Statistics**

Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	N of Items
.877	.877	4

**Item-Total Statistics**

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Squared Multiple Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
ENP5	13.93	17.960	.742	.561	.839
ENP6	14.13	18.156	.770	.613	.828
ENP7	14.16	17.537	.776	.611	.825
ENP8	14.08	19.175	.652	.428	.873

**Reliability Statistics**

Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	N of Items
.820	.820	4

**Item-Total Statistics**

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Squared Multiple Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
ENP9	13.04	16.431	.662	.443	.763
ENP10	12.82	17.407	.622	.398	.782
ENP11	12.55	17.295	.614	.390	.786
ENP12	12.74	17.164	.669	.451	.761

**Cronbach's alpha kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc sở hữu và kết quả KD**

**Reliability Statistics**

Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	N of Items
.770	.772	3

**Item-Total Statistics**

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Squared Multiple Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
IE1	8.93	8.287	.618	.391	.677
IE2	9.32	7.850	.630	.404	.661
IE4	8.98	7.815	.567	.322	.734

**Reliability Statistics**

Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	N of Items
.828	.827	3

**Item-Total Statistics**

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Squared Multiple Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
OS1	8.80	10.908	.595	.354	.848
OS5	8.77	8.845	.736	.571	.712
OS6	8.51	8.495	.740	.575	.708

**Reliability Statistics**

Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	N of Items
.847	.850	5

**Item-Total Statistics**

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Squared Multiple Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
P1	15.62	25.077	.675	.481	.812
P2	16.01	25.317	.622	.413	.825
P3	15.47	23.517	.593	.377	.837
P4	15.55	23.565	.712	.554	.801
P5	15.64	23.233	.694	.524	.805



# PHÂN TÍCH NHÂN TỐ EFA THANG ĐO ENP

## KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		.843
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	1.600E3
	df	55
	Sig.	.000

## Total Variance Explained

Factor	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings <sup>a</sup>
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total
1	4.441	40.377	40.377	4.051	36.827	36.827	3.309
2	1.974	17.947	58.324	1.596	14.511	51.338	3.237
3	1.370	12.454	70.778	.968	8.799	60.137	2.205
4	.576	5.233	76.011				
5	.493	4.477	80.489				
6	.460	4.178	84.667				
7	.436	3.966	88.633				
8	.374	3.404	92.037				
9	.343	3.119	95.156				
10	.289	2.626	97.782				
11	.244	2.218	100.000				

Extraction Method: Principal Axis Factoring.

a. When factors are correlated, sums of squared loadings cannot be added to obtain a total variance.

## Pattern Matrix<sup>a</sup>

	Factor		
	1	2	3
ENP2			.859
ENP3			.728
ENP4			.684
ENP5	.784		
ENP6	.883		
ENP7	.900		
ENP8	.559		
ENP9		.761	
ENP10		.757	
ENP11		.705	
ENP12		.696	

Extraction Method: Principal Axis Factoring.

Rotation Method: Promax with Kaiser Normalization.

## EFA cho thang đo kỳ vọng hội nhập, sự thay đổi cấu trúc chủ sở hữu và kết quả KD.

### KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		.874
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	1.605E3
	df	55
	Sig.	.000

### Total Variance Explained

Factor	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings <sup>a</sup>
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total
1	5.157	46.885	46.885	4.742	43.109	43.109	3.969
2	1.337	12.157	59.042	.928	8.433	51.542	3.516
3	1.011	9.192	68.233	.631	5.738	57.280	3.365
4	.635	5.775	74.008				
5	.615	5.590	79.598				
6	.501	4.551	84.149				
7	.473	4.299	88.449				
8	.415	3.770	92.218				
9	.327	2.969	95.188				
10	.286	2.604	97.792				
11	.243	2.208	100.000				

Extraction Method: Principal Axis Factoring.

a. When factors are correlated, sums of squared loadings cannot be added to obtain a total variance.

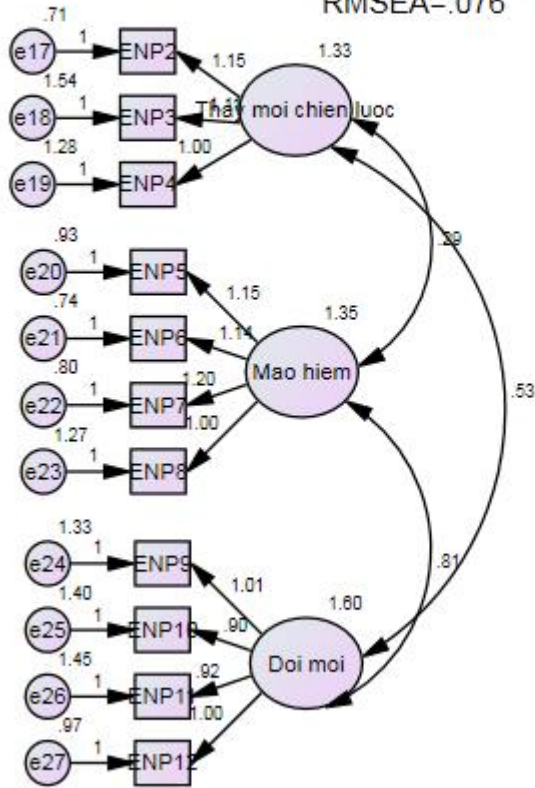
### Pattern Matrix<sup>a</sup>

	Factor		
	1	2	3
IE1			.858
IE2			.625
IE4			.536
OS1		.562	
OS5		.856	
OS6		.861	
P1	.652		
P2	.683		
P3	.588		
P4	.869		
P5	.743		

Extraction Method: Principal Axis Factoring.  
Rotation Method: Promax with Kaiser Normalization.

### PHỤ LỤC 8.3 PHÂN TÍCH NHÂN TỐ KHẢNG ĐỊNH CFA THANG ĐO ENP

Chi-square=116.455; df=41; P=.000;  
 Chi-square/df=2.840;  
 GFI=.939; TLI=.935; CFI=.952;  
 RMSEA=.076



**Maximum Likelihood Estimates**

**Regression Weights: (Group number 1 - Default model)**

			Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
ENP4	<---	StrategicRenewal	1.000				
ENP3	<---	StrategicRenewal	1.108	.101	10.974	***	
ENP2	<---	StrategicRenewal	1.147	.102	11.277	***	
ENP8	<---	Venturing	1.000				
ENP7	<---	Venturing	1.199	.086	14.002	***	
ENP6	<---	Venturing	1.144	.082	13.982	***	
ENP5	<---	Venturing	1.150	.085	13.553	***	
ENP12	<---	Innovativeness	1.000				
ENP11	<---	Innovativeness	.916	.078	11.751	***	
ENP10	<---	Innovativeness	.898	.077	11.719	***	
ENP9	<---	Innovativeness	1.007	.080	12.520	***	

**Standardized Regression Weights: (Group number 1 - Default model)**

			Estimate
ENP4	<---	StrategicRenewal	.713
ENP3	<---	StrategicRenewal	.717
ENP2	<---	StrategicRenewal	.844
ENP8	<---	Venturing	.718
ENP7	<---	Venturing	.842
ENP6	<---	Venturing	.840
ENP5	<---	Venturing	.811
ENP12	<---	Innovativeness	.789
ENP11	<---	Innovativeness	.693
ENP10	<---	Innovativeness	.692
ENP9	<---	Innovativeness	.741

**Variances: (Group number 1 - Default model)**

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
StrategicRenewal	1.328	.202	6.557	***	
Venturing	1.355	.191	7.087	***	
Innovativeness	1.597	.206	7.738	***	
e19	1.285	.138	9.344	***	
e18	1.541	.167	9.248	***	
e17	.707	.131	5.380	***	
e23	1.275	.117	10.940	***	
e22	.802	.093	8.661	***	
e21	.739	.085	8.708	***	
e20	.933	.098	9.511	***	
e27	.968	.114	8.457	***	
e26	1.447	.140	10.306	***	
e25	1.404	.136	10.331	***	
e24	1.332	.140	9.549	***	

**Squared Multiple Correlations: (Group number 1 - Default model)**

	Estimate
ENP9	.549
ENP10	.478
ENP11	.481
ENP12	.623
ENP5	.658
ENP6	.706
ENP7	.709
ENP8	.515
ENP2	.712
ENP3	.514
ENP4	.508

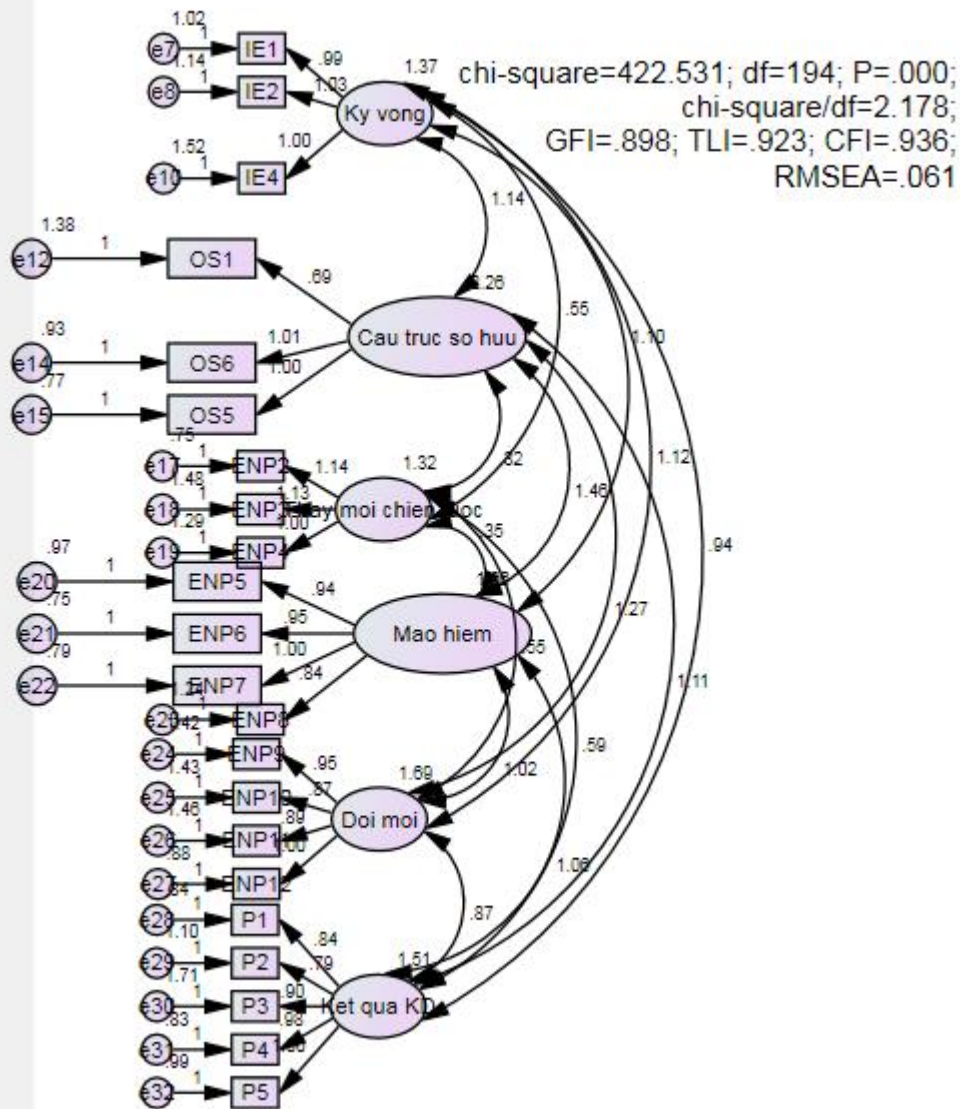
**Covariances: (Group number 1 - Default model)**

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
StrategicRenewal <--> Venturing	.286	.093	3.091	.002	
Venturing <--> Innovativeness	.814	.120	6.753	***	
StrategicRenewal <--> Innovativeness	.533	.111	4.807	***	

**Correlations: (Group number 1 - Default model)**

	Estimate
StrategicRenewal <--> Venturing	.213
Venturing <--> Innovativeness	.553
StrategicRenewal <--> Innovativeness	.366

**CFA MÔ HÌNH ĐO LƯỜNG TỚI HẠN**



### Maximum Likelihood Estimates

#### Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

			Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
IE4	<---	Expectation	1.000				
IE2	<---	Expectation	1.027	.091	11.265	***	
IE1	<---	Expectation	.987	.087	11.319	***	
ENP4	<---	StrategicRenewal	1.000				
ENP3	<---	StrategicRenewal	1.132	.102	11.122	***	
ENP2	<---	StrategicRenewal	1.136	.098	11.557	***	
ENP12	<---	Innovativeness	1.000				
ENP11	<---	Innovativeness	.888	.072	12.297	***	
ENP10	<---	Innovativeness	.866	.071	12.191	***	
ENP9	<---	Innovativeness	.952	.074	12.861	***	
P5	<---	Performance	1.000				
P4	<---	Performance	.981	.068	14.353	***	
P3	<---	Performance	.903	.079	11.416	***	
P2	<---	Performance	.790	.066	12.026	***	
P1	<---	Performance	.840	.063	13.404	***	
ENP7	<---	Venturing	1.000				
ENP6	<---	Venturing	.947	.054	17.629	***	
ENP5	<---	Venturing	.945	.057	16.613	***	
OS5	<---	Owership	1.000				
OS6	<---	Owership	1.012	.059	17.067	***	
OS1	<---	Owership	.686	.055	12.559	***	
ENP8	<---	Venturing	.841	.058	14.470	***	



**Standardized Regression Weights: (Group number 1 - Default model)**

			Estimate
IE4	<---	Expectation	.688
IE2	<---	Expectation	.748
IE1	<---	Expectation	.753
ENP4	<---	StrategicRenewal	.711
ENP3	<---	StrategicRenewal	.730
ENP2	<---	StrategicRenewal	.833
ENP12	<---	Innovativeness	.811
ENP11	<---	Innovativeness	.691
ENP10	<---	Innovativeness	.685
ENP9	<---	Innovativeness	.719
P5	<---	Performance	.777
P4	<---	Performance	.797
P3	<---	Performance	.647
P2	<---	Performance	.678
P1	<---	Performance	.748
ENP7	<---	Venturing	.845
ENP6	<---	Venturing	.838
ENP5	<---	Venturing	.803
OS5	<---	Owership	.863
OS6	<---	Owership	.845
OS1	<---	Owership	.659
ENP8	<---	Venturing	.727

**Covariances: (Group number 1 - Default model)**

			Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
Expectation	<-->	StrategicRenewal	.545	.109	4.990	***	
Expectation	<-->	Innovativeness	1.115	.145	7.693	***	
Expectation	<-->	Performance	.936	.131	7.162	***	
StrategicRenewal	<-->	Innovativeness	.548	.113	4.853	***	
StrategicRenewal	<-->	Performance	.589	.109	5.401	***	
Innovativeness	<-->	Performance	.866	.126	6.844	***	
Expectation	<-->	Owership	1.142	.155	7.364	***	
StrategicRenewal	<-->	Owership	.316	.119	2.667	.008	
Venturing	<-->	Owership	1.458	.170	8.581	***	
Innovativeness	<-->	Owership	1.272	.159	7.997	***	
Performance	<-->	Owership	1.115	.147	7.564	***	
StrategicRenewal	<-->	Venturing	.345	.110	3.128	.002	
Innovativeness	<-->	Venturing	1.016	.141	7.208	***	
Performance	<-->	Venturing	1.062	.138	7.688	***	
Expectation	<-->	Venturing	1.101	.146	7.525	***	

**Correlations: (Group number 1 - Default model)**

			Estimate
Expectation	<-->	StrategicRenewal	.406
Expectation	<-->	Innovativeness	.735
Expectation	<-->	Performance	.652
StrategicRenewal	<-->	Innovativeness	.367
StrategicRenewal	<-->	Performance	.418
Innovativeness	<-->	Performance	.543
Expectation	<-->	Owership	.650
StrategicRenewal	<-->	Owership	.183
Venturing	<-->	Owership	.692
Innovativeness	<-->	Owership	.652
Performance	<-->	Owership	.604
StrategicRenewal	<-->	Venturing	.214
Innovativeness	<-->	Venturing	.558
Performance	<-->	Venturing	.617
Expectation	<-->	Venturing	.672

**Variances: (Group number 1 - Default model)**

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
Expectation	1.367	.212	6.462	***	
StrategicRenewal	1.320	.200	6.591	***	
Innovativeness	1.686	.206	8.180	***	
Performance	1.508	.192	7.851	***	
Venturing	1.965	.218	9.026	***	
Owership	2.257	.248	9.116	***	
e10	1.521	.146	10.380	***	
e8	1.136	.121	9.405	***	
e7	1.020	.110	9.305	***	
e19	1.292	.135	9.560	***	
e18	1.479	.162	9.131	***	
e17	.750	.124	6.050	***	
e23	1.240	.113	11.016	***	
e27	.879	.104	8.420	***	
e26	1.457	.137	10.642	***	
e25	1.426	.133	10.701	***	
e24	1.425	.139	10.282	***	
e32	.990	.100	9.863	***	
e31	.834	.088	9.467	***	
e30	1.708	.151	11.338	***	
e29	1.105	.100	11.098	***	
e28	.839	.081	10.331	***	
e22	.786	.088	8.960	***	
e21	.750	.082	9.177	***	
e20	.969	.097	9.988	***	
e15	.771	.106	7.263	***	
e14	.925	.116	7.980	***	
e12	1.383	.122	11.304	***	

**Squared Multiple Correlations: (Group number 1 - Default model)**

	Estimate
OS1	.434
OS6	.714
OS5	.745
ENP5	.644
ENP6	.702
ENP7	.714
P1	.559
P2	.460
P3	.419
P4	.635
P5	.604
ENP9	.518
ENP10	.470
ENP11	.477
ENP12	.657
ENP8	.528
ENP2	.694
ENP3	.534
ENP4	.505
IE1	.566
IE2	.559
IE4	.473

**PHỤ LỤC 8.4 MÔ HÌNH CẤU TRÚC TUYẾN TÍNH (SEM)**

**SEM MÔ HÌNH LÝ THUYẾT ĐỀ XUẤT**

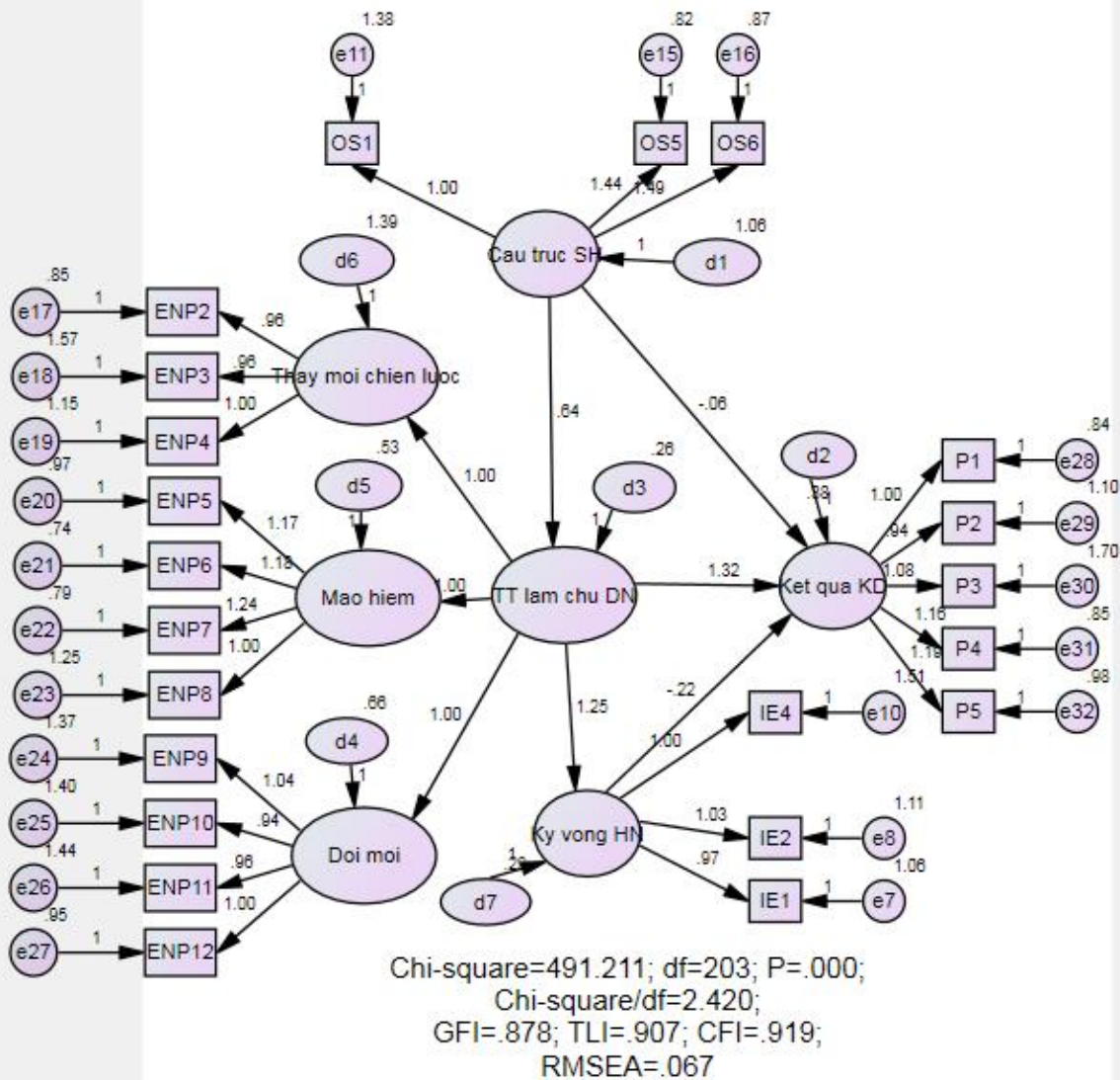
**Notes for Model (Default model)**

**Computation of degrees of freedom (Default model)**

Number of distinct sample moments: 253  
Number of distinct parameters to be estimated: 50  
Degrees of freedom (253 - 50): 203

**Result (Default model)**

Minimum was achieved  
Chi-square = 491.211  
Degrees of freedom = 203  
Probability level = .000



**Maximum Likelihood Estimates**

**Regression Weights: (Group number 1 - Default model)**

		Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
CorporateEntrepreneurship	<--- Ownership	.637	.065	9.728	***	
Expectation	<--- CorporateEntrepreneurship	1.250	.121	10.360	***	
StrategicRenewal	<--- CorporateEntrepreneurship	1.000				
Venturing	<--- CorporateEntrepreneurship	1.000				
Innovativeness	<--- CorporateEntrepreneurship	1.000				
Performance	<--- CorporateEntrepreneurship	1.319	.402	3.285	.001	
Performance	<--- Expectation	-.220	.225	-.975	.330	
Performance	<--- Ownership	-.065	.125	-.520	.603	

IE4	<--- Expectation	1.000			
IE2	<--- Expectation	1.031	.091	11.341	***
IE1	<--- Expectation	.968	.086	11.200	***
OS1	<--- Ownership	1.000			
OS5	<--- Ownership	1.439	.116	12.415	***
OS6	<--- Ownership	1.491	.120	12.425	***
P1	<--- Performance	1.000			
P2	<--- Performance	.941	.081	11.639	***
P3	<--- Performance	1.077	.097	11.102	***
P4	<--- Performance	1.163	.085	13.648	***
P5	<--- Performance	1.195	.089	13.426	***
ENP4	<--- StrategicRenewal	1.000			
ENP3	<--- StrategicRenewal	.957	.071	13.495	***
ENP2	<--- StrategicRenewal	.958	.064	14.866	***
ENP8	<--- Venturing	1.000			
ENP7	<--- Venturing	1.239	.080	15.558	***
ENP6	<--- Venturing	1.178	.076	15.455	***
ENP5	<--- Venturing	1.171	.080	14.650	***
ENP12	<--- Innovativeness	1.000			
ENP11	<--- Innovativeness	.962	.081	11.896	***
ENP10	<--- Innovativeness	.940	.080	11.820	***
ENP9	<--- Innovativeness	1.041	.083	12.575	***

**Standardized Regression Weights: (Group number 1 - Default model)**

		Estimate
CorporateEntrepreneurship	<--- Ownership	.788
Expectation	<--- CorporateEntrepreneurship	.887
StrategicRenewal	<--- CorporateEntrepreneurship	.577
Venturing	<--- CorporateEntrepreneurship	.752
Innovativeness	<--- CorporateEntrepreneurship	.717
Performance	<--- CorporateEntrepreneurship	1.067
Performance	<--- Expectation	-.250
Performance	<--- Ownership	-.065
IE4	<--- Expectation	.692
IE2	<--- Expectation	.755
IE1	<--- Expectation	.742
OS1	<--- Ownership	.660
OS5	<--- Ownership	.853
OS6	<--- Ownership	.855

P1	<---	Performance	.748
P2	<---	Performance	.678
P3	<---	Performance	.648
P4	<---	Performance	.793
P5	<---	Performance	.780
ENP4	<---	StrategicRenewal	.804
ENP3	<---	StrategicRenewal	.741
ENP2	<---	StrategicRenewal	.832
ENP8	<---	Venturing	.705
ENP7	<---	Venturing	.840
ENP6	<---	Venturing	.835
ENP5	<---	Venturing	.797
ENP12	<---	Innovativeness	.766
ENP11	<---	Innovativeness	.683
ENP10	<---	Innovativeness	.679
ENP9	<---	Innovativeness	.719

**Variances: (Group number 1 - Default model)**

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
d1	1.064	.169	6.287	***	
d3	.264	.048	5.503	***	
d7	.295	.092	3.196	.001	
d2	.379	.097	3.888	***	
d6	1.395	.190	7.340	***	
d5	.535	.088	6.074	***	
d4	.659	.108	6.102	***	
e10	1.505	.147	10.274	***	
e8	1.109	.121	9.180	***	
e7	1.057	.112	9.447	***	
e11	1.379	.123	11.233	***	
e15	.823	.111	7.383	***	
e16	.872	.119	7.324	***	
e28	.840	.081	10.310	***	
e29	1.104	.100	11.079	***	
e30	1.703	.151	11.315	***	

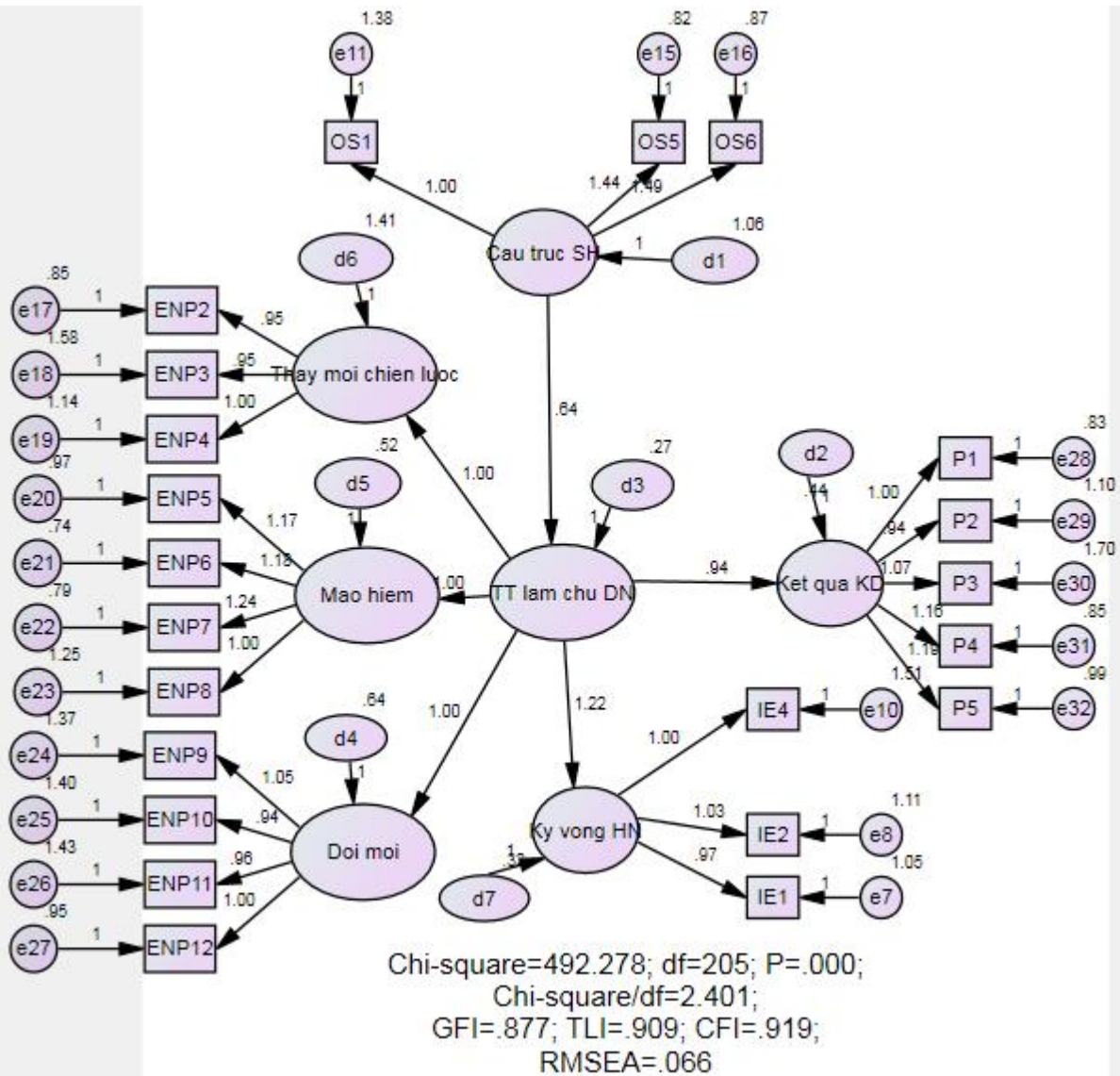
e31	.848	.089	9.511	***
e32	.978	.100	9.776	***
e19	1.146	.139	8.222	***
e18	1.572	.161	9.744	***
e17	.852	.118	7.226	***
e23	1.245	.112	11.148	***
e22	.788	.089	8.845	***
e21	.741	.082	8.990	***
e20	.971	.098	9.901	***
e27	.953	.106	9.013	***
e26	1.435	.138	10.370	***
e25	1.400	.134	10.419	***
e24	1.371	.139	9.852	***

Squared Multiple Correlations: (Group number 1 - Default model)

	Estimate		
Ownership	.000		
CorporateEntrepreneurship	.620		
Expectation	.787		
Innovativeness	.514		
Venturing	.566		
StrategicRenewal	.333		
Performance	.644		
ENP9	.517	P5	.608
ENP10	.461	P4	.629
ENP11	.467	P3	.420
ENP12	.587	P2	.460
ENP5	.635	P1	.559
ENP6	.698	OS6	.731
ENP7	.706	OS5	.728
ENP8	.497	OS1	.436
ENP2	.692	IE1	.551
ENP3	.549	IE2	.570
ENP4	.646	IE4	.479

**MÔ HÌNH LÝ THUYẾT ĐIỀU CHỈNH ( Sau khi loại H<sub>3</sub> & H<sub>5</sub>)**





**Notes for Model (Default model)**

**Computation of degrees of freedom (Default model)**

Number of distinct sample moments: 253  
 Number of distinct parameters to be estimated: 48  
 Degrees of freedom (253 - 48): 205

**Result (Default model)**

Minimum was achieved  
 Chi-square = 492.278  
 Degrees of freedom = 205  
 Probability level = .000

Maximum Likelihood Estimates

Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

			Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
CorporateEntrepreneurship	<---	Ownership	.645	.065	9.879	***	
StrategicRenewal	<---	CorporateEntrepreneurship	1.000				
Venturing	<---	CorporateEntrepreneurship	1.000				
Innovativeness	<---	CorporateEntrepreneurship	1.000				
Performance	<---	CorporateEntrepreneurship	.944	.089	10.554	***	
Expectation	<---	CorporateEntrepreneurship	1.221	.116	10.567	***	
IE4	<---	Expectation	1.000				
IE2	<---	Expectation	1.032	.091	11.326	***	
IE1	<---	Expectation	.971	.087	11.199	***	
OS1	<---	Ownership	1.000				
OS5	<---	Ownership	1.441	.116	12.419	***	
OS6	<---	Ownership	1.491	.120	12.420	***	
P1	<---	Performance	1.000				
P2	<---	Performance	.939	.080	11.676	***	
P3	<---	Performance	1.074	.097	11.123	***	
P4	<---	Performance	1.159	.085	13.669	***	
P5	<---	Performance	1.189	.089	13.426	***	
ENP4	<---	StrategicRenewal	1.000				
ENP3	<---	StrategicRenewal	.951	.070	13.506	***	
ENP2	<---	StrategicRenewal	.954	.064	14.895	***	
ENP8	<---	Venturing	1.000				
ENP7	<---	Venturing	1.241	.080	15.548	***	
ENP6	<---	Venturing	1.179	.076	15.448	***	
ENP5	<---	Venturing	1.173	.080	14.656	***	
ENP12	<---	Innovativeness	1.000				
ENP11	<---	Innovativeness	.965	.081	11.887	***	
ENP10	<---	Innovativeness	.941	.080	11.792	***	
ENP9	<---	Innovativeness	1.045	.083	12.588	***	

Standardized Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

			Estimate
CorporateEntrepreneurship	<---	Ownership	.791
StrategicRenewal	<---	CorporateEntrepreneurship	.578
Venturing	<---	CorporateEntrepreneurship	.758
Innovativeness	<---	CorporateEntrepreneurship	.724
Performance	<---	CorporateEntrepreneurship	.767
Expectation	<---	CorporateEntrepreneurship	.875

IE4	<---	Expectation	.691
IE2	<---	Expectation	.755
IE1	<---	Expectation	.743
OS1	<---	Ownership	.660
OS5	<---	Ownership	.854
OS6	<---	Ownership	.854
P1	<---	Performance	.750
P2	<---	Performance	.679
P3	<---	Performance	.648
P4	<---	Performance	.792
P5	<---	Performance	.778
ENP4	<---	StrategicRenewal	.806
ENP3	<---	StrategicRenewal	.740
ENP2	<---	StrategicRenewal	.832
ENP8	<---	Venturing	.705
ENP7	<---	Venturing	.840
ENP6	<---	Venturing	.835
ENP5	<---	Venturing	.797
ENP12	<---	Innovativeness	.765
ENP11	<---	Innovativeness	.683
ENP10	<---	Innovativeness	.678
ENP9	<---	Innovativeness	.720

**Variances: (Group number 1 - Default model)**

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
d1	1.063	.169	6.284	***	
d3	.265	.046	5.801	***	
d2	.440	.074	5.979	***	
d7	.324	.088	3.684	***	e31
d6	1.407	.192	7.331	***	e32
d5	.522	.087	6.026	***	e19
d4	.640	.106	6.020	***	e18
e10	1.509	.147	10.285	***	e17
e8	1.110	.121	9.183	***	e23
e7	1.054	.112	9.427	***	e22
e11	1.380	.123	11.240	***	e21
e15	.819	.111	7.374	***	e20
e16	.875	.119	7.366	***	e27
e28	.834	.081	10.275	***	e26
e29	1.102	.100	11.068	***	e25
e30	1.702	.151	11.310	***	e24
					.851 .089 9.521 ***
					.986 .101 9.805 ***
					1.141 .140 8.160 ***
					1.579 .162 9.768 ***
					.854 .118 7.231 ***
					1.247 .112 11.153 ***
					.789 .089 8.845 ***
					.741 .082 8.986 ***
					.969 .098 9.888 ***
					.954 .106 9.035 ***
					1.435 .138 10.369 ***
					1.403 .135 10.431 ***
					1.366 .139 9.831 ***

**Squared Multiple Correlations: (Group number 1 - Default model)**

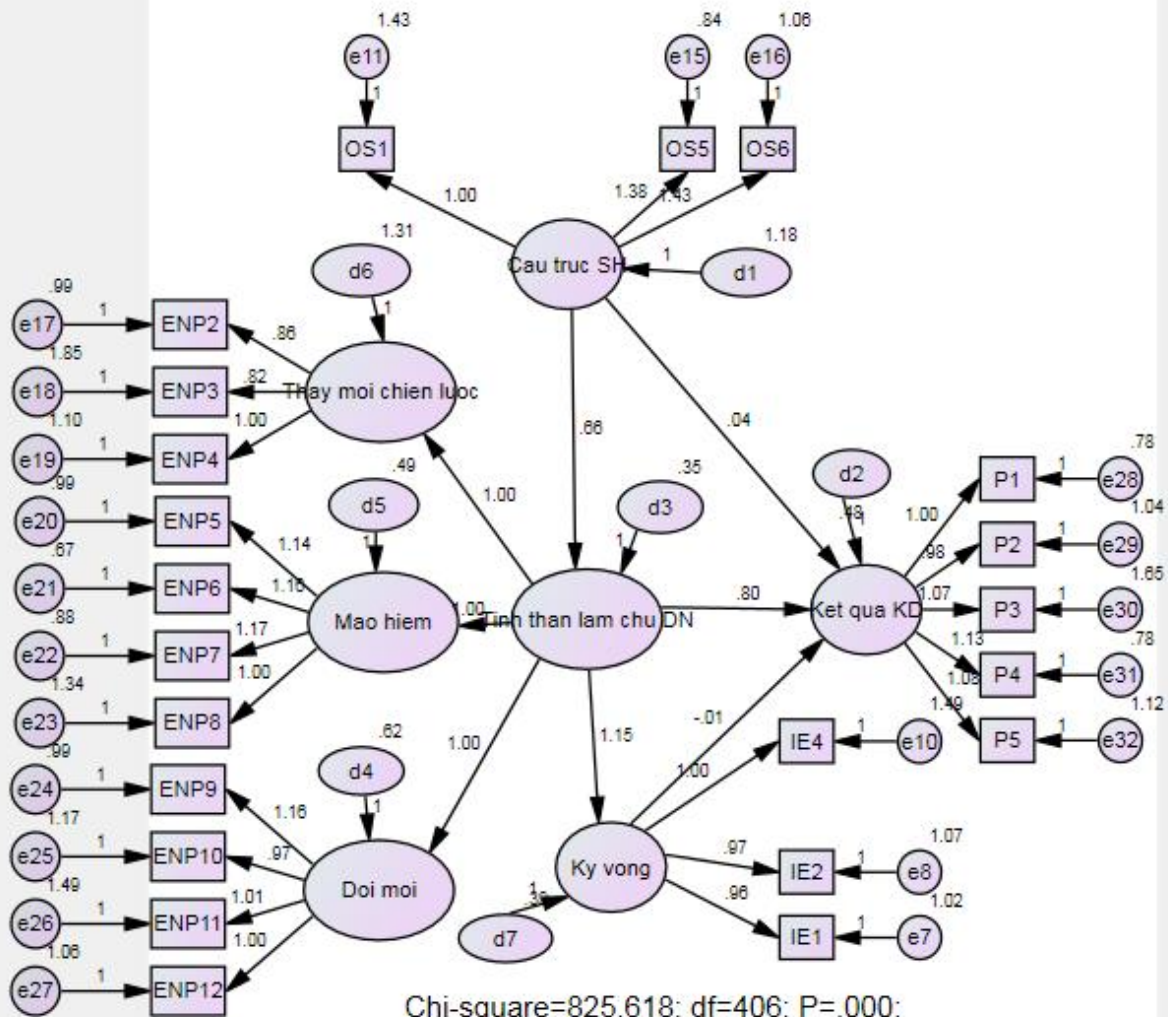
	Estimate
Ownership	.000
CorporateEntrepreneurship	.625
Innovativeness	.525
Venturing	.575
StrategicRenewal	.334
Performance	.589
Expectation	.765
ENP9	.519
ENP10	.460
ENP11	.466
ENP12	.585
ENP5	.636
ENP6	.698
ENP7	.706
ENP8	.496
ENP2	.693
ENP3	.548
ENP4	.650
P5	.605
P4	.628
P3	.420
P2	.461
P1	.562
OS6	.730
OS5	.729
OS1	.435
IE1	.552
IE2	.569
IE4	.478

## PHỤ LỤC 8.5 ƯỚC LƯỢNG BOOSTRAP

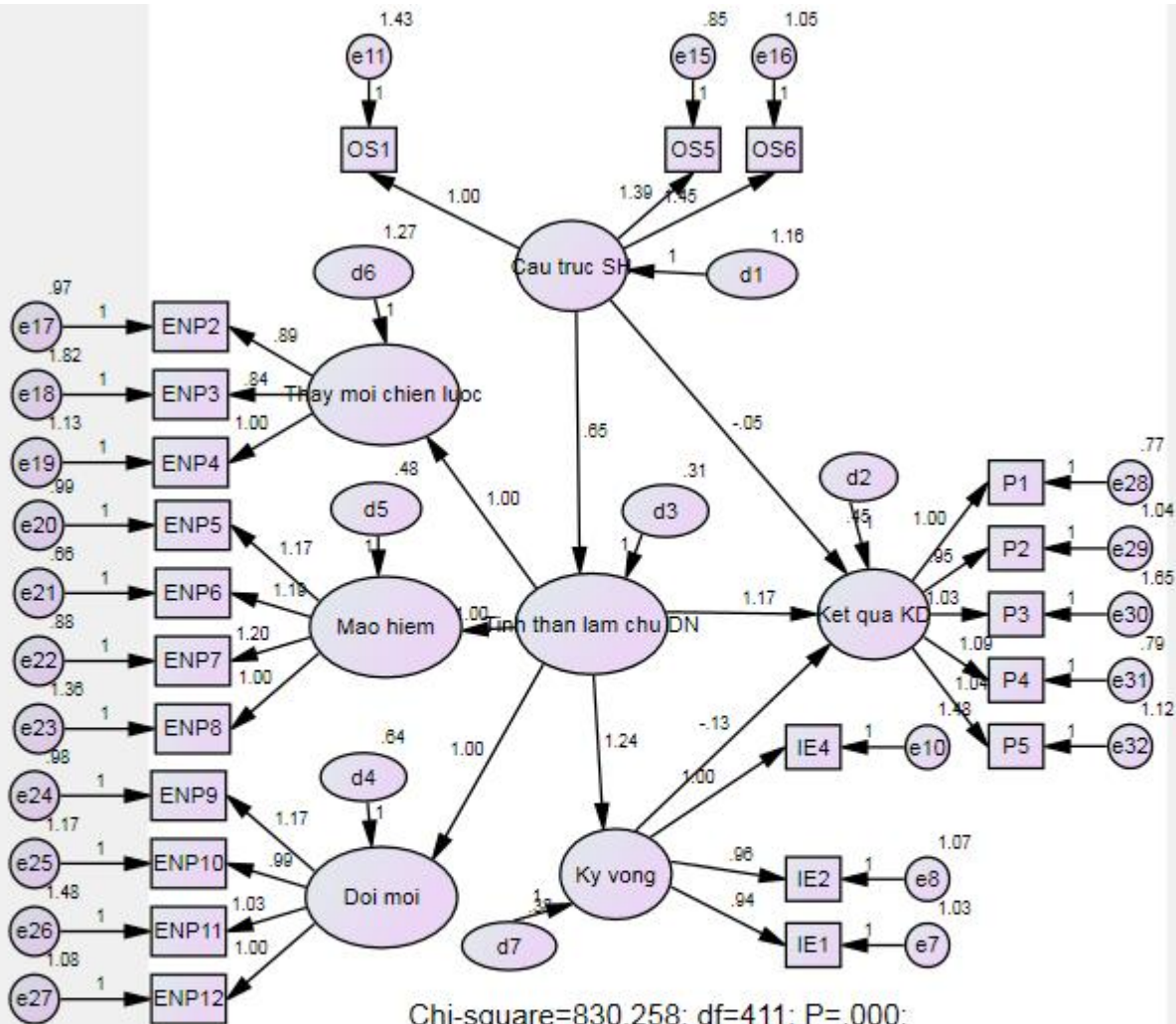
### Standardized Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

Parameter		SE	SE-SE	Mean	Bias	SE-Bias
CorporateEntrepreneurship	<--- Ownership	.044	.001	.789	-.002	.001
StrategicRenewal	<--- CorporateEntrepreneurship	.031	.001	.578	.000	.001
Venturing	<--- CorporateEntrepreneurship	.035	.001	.759	.000	.001
Innovativeness	<--- CorporateEntrepreneurship	.041	.001	.725	.000	.001
Performance	<--- CorporateEntrepreneurship	.042	.001	.767	.000	.001
Expectation	<--- CorporateEntrepreneurship	.036	.001	.873	-.002	.001
IE4	<--- Expectation	.044	.001	.692	.001	.001
IE2	<--- Expectation	.037	.001	.754	.000	.001
IE1	<--- Expectation	.041	.001	.743	.000	.001
OS1	<--- Ownership	.038	.001	.659	-.001	.001
OS5	<--- Ownership	.027	.001	.854	.000	.001
OS6	<--- Ownership	.025	.001	.853	-.001	.001
P1	<--- Performance	.037	.001	.747	-.002	.001
P2	<--- Performance	.035	.001	.678	-.002	.001
P3	<--- Performance	.044	.001	.647	-.001	.001
P4	<--- Performance	.028	.001	.792	-.001	.001
P5	<--- Performance	.032	.001	.776	-.002	.001
ENP4	<--- StrategicRenewal	.033	.001	.806	.000	.001
ENP3	<--- StrategicRenewal	.053	.001	.741	.001	.002
ENP2	<--- StrategicRenewal	.042	.001	.833	.000	.001
ENP8	<--- Venturing	.034	.001	.704	.000	.001
ENP7	<--- Venturing	.027	.001	.840	.000	.001
ENP6	<--- Venturing	.032	.001	.834	-.001	.001
ENP5	<--- Venturing	.028	.001	.797	-.001	.001
ENP12	<--- Innovativeness	.036	.001	.765	.000	.001
ENP11	<--- Innovativeness	.044	.001	.681	-.002	.001
ENP10	<--- Innovativeness	.042	.001	.678	.000	.001
ENP9	<--- Innovativeness	.043	.001	.720	.000	.001

## PHỤ LỤC 8.6 PHÂN TÍCH CẤU TRÚC ĐA NHÓM



Chi-square=825.618; df=406; P=.000;  
 Chi-square/df=2.034;  
 GFI=.813; TLI=.870; CFI=.886;  
 RMSEA=.057  
 Phant tich da nhom  
 Ty le 49  
 Unstandardized estimates



Chi-square=830.258; df=411; P=.000;  
 Chi-square/df=2.020;  
 GFI=.811; TLI=.872; CFI=.886;  
 RMSEA=.057  
 Phan tich da nhom  
 Ty le 49  
 Unstandardized estimates

Estimates (Ty le 49 - Default model)

Scalar Estimates (Ty le 49 - Default model)

Maximum Likelihood Estimates

Regression Weights: (Ty le 49 - Default model)

		Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
CorporateEntrepreneurship	<--- ownership	.646	.066	9.834	***	Beta1
Expectation	<--- CorporateEntrepreneurship	1.236	.119	10.357	***	Beta2
StrategicRenewal	<--- CorporateEntrepreneurship	1.000				
Venturing	<--- CorporateEntrepreneurship	1.000				
Innovativeness	<--- CorporateEntrepreneurship	1.000				
Performance	<--- CorporateEntrepreneurship	1.171	.359	3.257	.001	Beta4
Performance	<--- Expectation	-.131	.194	-.677	.499	Beta3
Performance	<--- ownership	-.049	.127	-.388	.698	Beta5
IE4	<--- Expectation	1.000				
IE2	<--- Expectation	.961	.100	9.615	***	
IE1	<--- Expectation	.944	.098	9.629	***	
OS1	<--- ownership	1.000				
OS5	<--- ownership	1.392	.136	10.256	***	
OS6	<--- ownership	1.448	.143	10.144	***	
P1	<--- Performance	1.000				
P2	<--- Performance	.945	.096	9.841	***	
P3	<--- Performance	1.034	.115	9.011	***	
P4	<--- Performance	1.094	.096	11.352	***	
P5	<--- Performance	1.043	.102	10.187	***	
ENP4	<--- StrategicRenewal	1.000				
ENP3	<--- StrategicRenewal	.839	.097	8.654	***	
ENP2	<--- StrategicRenewal	.886	.088	10.039	***	
ENP8	<--- Venturing	1.000				
ENP7	<--- Venturing	1.197	.102	11.766	***	
ENP6	<--- Venturing	1.192	.096	12.387	***	
ENP5	<--- Venturing	1.171	.103	11.380	***	
ENP12	<--- Innovativeness	1.000				
ENP11	<--- Innovativeness	1.026	.104	9.856	***	
ENP10	<--- Innovativeness	.990	.096	10.338	***	
ENP9	<--- Innovativeness	1.173	.101	11.648	***	



Standardized Regression Weights: (Ty le 49 - Default model)

		Estimate
CorporateEntrepreneurship	<--- ownership	.780
Expectation	<--- CorporateEntrepreneurship	.872
StrategicRenewal	<--- CorporateEntrepreneurship	.621
Venturing	<--- CorporateEntrepreneurship	.788
Innovativeness	<--- CorporateEntrepreneurship	.744
Performance	<--- CorporateEntrepreneurship	.954
Performance	<--- Expectation	-.151
Performance	<--- Expectation	-.151
Performance	<--- ownership	-.049
IE4	<--- Expectation	.721
IE2	<--- Expectation	.761
IE1	<--- Expectation	.762
OS1	<--- ownership	.669
OS5	<--- ownership	.852
OS6	<--- ownership	.836
P1	<--- Performance	.780
P2	<--- Performance	.712
P3	<--- Performance	.660
P4	<--- Performance	.803
P5	<--- Performance	.733
ENP4	<--- StrategicRenewal	.804
ENP3	<--- StrategicRenewal	.666
ENP2	<--- StrategicRenewal	.792
ENP8	<--- Venturing	.697
ENP7	<--- Venturing	.821
ENP6	<--- Venturing	.857
ENP5	<--- Venturing	.799
ENP12	<--- Innovativeness	.756
ENP11	<--- Innovativeness	.711
ENP10	<--- Innovativeness	.739
ENP9	<--- Innovativeness	.817

Estimates (Ty le 51 - Default model)

Scalar Estimates (Ty le 51 - Default model)

Maximum Likelihood Estimates

Regression Weights: (Ty le 51 - Default model)

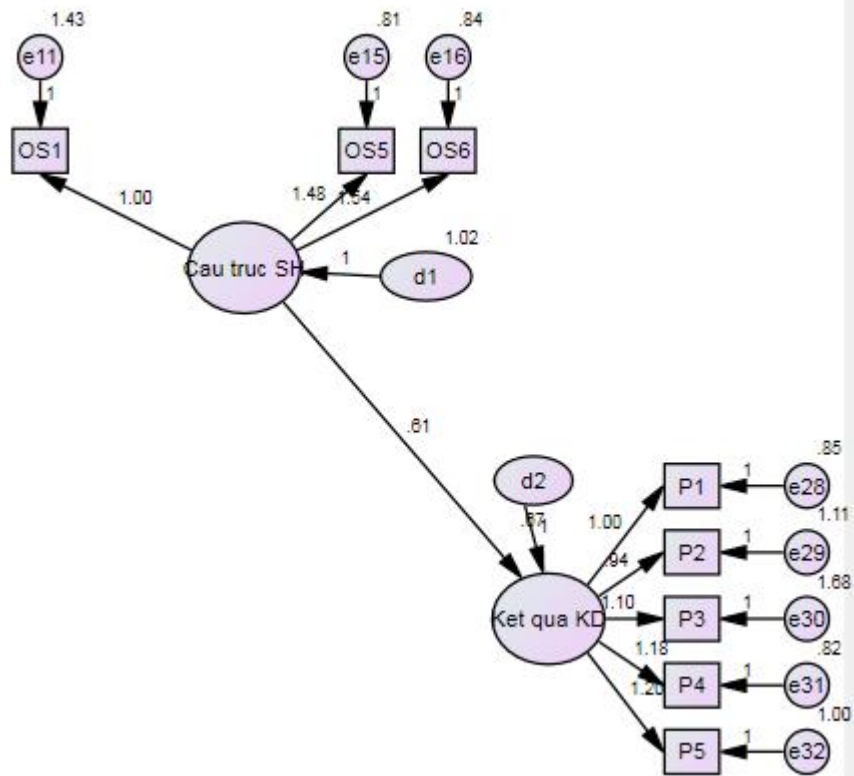
		Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
CorporateEntrepreneurship	<--- ownership	.646	.066	9.834	***	Beta1
Expectation	<--- CorporateEntrepreneurship	1.236	.119	10.357	***	Beta2
StrategicRenewal	<--- CorporateEntrepreneurship	1.000				
Venturing	<--- CorporateEntrepreneurship	1.000				
Innovativeness	<--- CorporateEntrepreneurship	1.000				
Performance	<--- CorporateEntrepreneurship	1.171	.359	3.257	.001	Beta4
Performance	<--- Expectation	-.131	.194	-.677	.499	Beta3
Performance	<--- ownership	-.049	.127	-.388	.698	Beta5
IE4	<--- Expectation	1.000				
IE2	<--- Expectation	1.140	.143	7.954	***	
IE1	<--- Expectation	1.014	.132	7.662	***	
OS1	<--- ownership	1.000				
OS5	<--- ownership	1.512	.161	9.370	***	
OS6	<--- ownership	1.551	.163	9.526	***	
P1	<--- Performance	1.000				
P2	<--- Performance	.960	.131	7.319	***	
P3	<--- Performance	1.160	.161	7.217	***	
P4	<--- Performance	1.274	.142	8.961	***	
P5	<--- Performance	1.427	.148	9.632	***	
ENP4	<--- StrategicRenewal	1.000				
ENP3	<--- StrategicRenewal	1.092	.102	10.671	***	
ENP2	<--- StrategicRenewal	1.036	.092	11.264	***	
ENP8	<--- Venturing	1.000				
ENP7	<--- Venturing	1.336	.125	10.652	***	
ENP6	<--- Venturing	1.213	.122	9.958	***	
ENP5	<--- Venturing	1.228	.125	9.859	***	
ENP12	<--- Innovativeness	1.000				
ENP11	<--- Innovativeness	.857	.124	6.882	***	
ENP10	<--- Innovativeness	.843	.133	6.337	***	
ENP9	<--- Innovativeness	.824	.134	6.132	***	

**Standardized Regression Weights: (Ty le 51 - Default model)**

		Estimate
CorporateEntrepreneurship	<--- ownership	.825
Expectation	<--- CorporateEntrepreneurship	.889
StrategicRenewal	<--- CorporateEntrepreneurship	.519
Venturing	<--- CorporateEntrepreneurship	.728
Innovativeness	<--- CorporateEntrepreneurship	.671
Performance	<--- CorporateEntrepreneurship	.945
Performance	<--- Expectation	-.147
Performance	<--- ownership	-.051
IE4	<--- Expectation	.649
IE2	<--- Expectation	.747
IE1	<--- Expectation	.718
OS1	<--- ownership	.647
OS5	<--- ownership	.857
OS6	<--- ownership	.881
P1	<--- Performance	.698
P2	<--- Performance	.644
P3	<--- Performance	.636
P4	<--- Performance	.780
P5	<--- Performance	.838
ENP4	<--- StrategicRenewal	.811
ENP3	<--- StrategicRenewal	.820
ENP2	<--- StrategicRenewal	.872
ENP8	<--- Venturing	.698
ENP7	<--- Venturing	.863
ENP6	<--- Venturing	.813
ENP5	<--- Venturing	.806
ENP12	<--- Innovativeness	.795
ENP11	<--- Innovativeness	.639
ENP10	<--- Innovativeness	.588
ENP9	<--- Innovativeness	.569

**PHỤ LỤC 8.7**

**KIỂM ĐỊNH BIẾN TRUNG GIAN TINH THẦN LÀM CHỦ DOANH NGHIỆP**



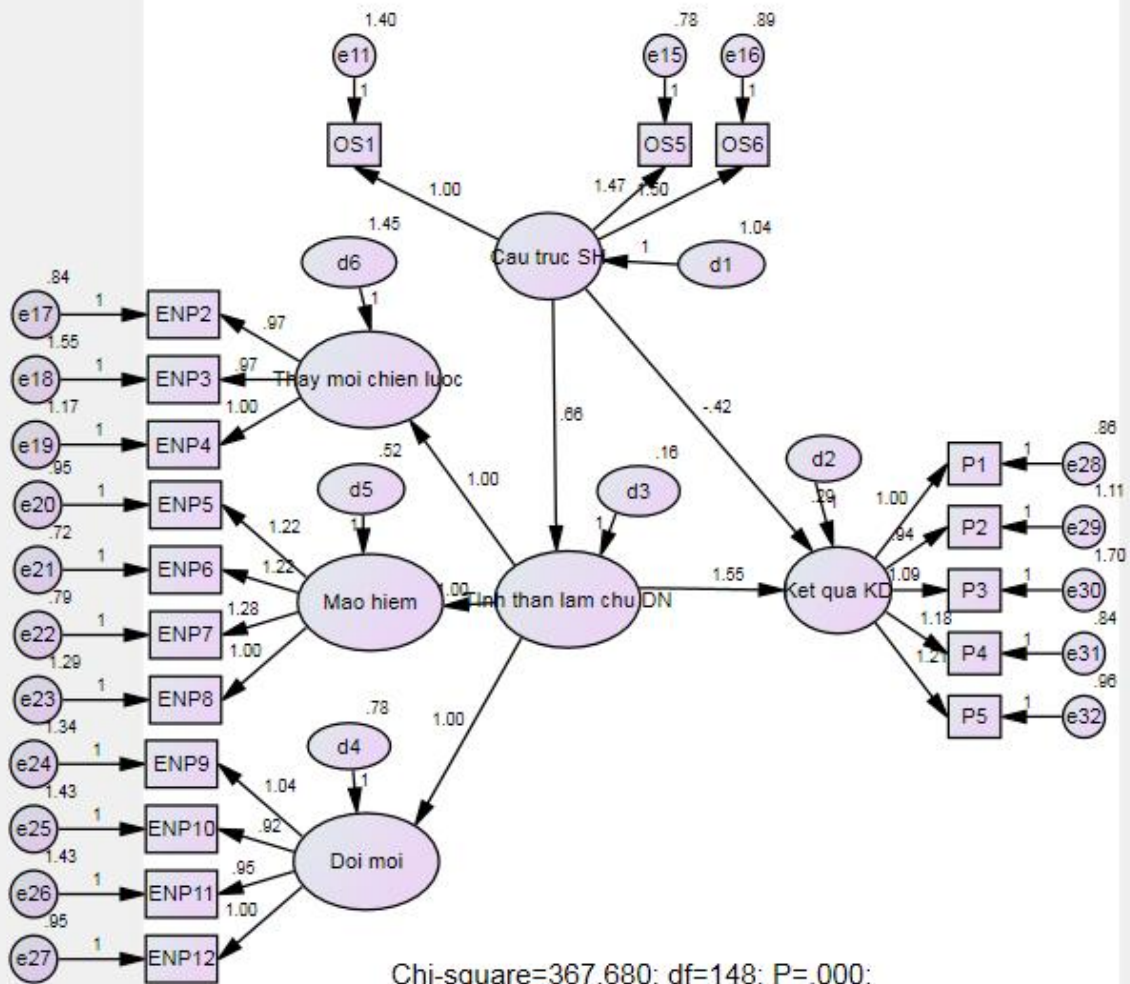
Estimates (Group number 1 - Default model)

Scalar Estimates (Group number 1 - Default model)

Maximum Likelihood Estimates

Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

		Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
Performance	<--- ownership	.613	.077	7.952	***	
OS1	<--- ownership	1.000				
OS5	<--- ownership	1.476	.124	11.891	***	
OS6	<--- ownership	1.535	.129	11.904	***	
P1	<--- Performance	1.000				
P2	<--- Performance	.943	.083	11.424	***	
P3	<--- Performance	1.096	.099	11.073	***	
P4	<--- Performance	1.180	.088	13.469	***	
P5	<--- Performance	1.195	.091	13.092	***	



Chi-square=367.680; df=148; P=.000;  
 Chi-square/df=2.484;  
 GFI=.894; TLI=.916; CFI=.927;  
 RMSEA=.068

**Estimates (Group number 1 - Default model)**

**Scalar Estimates (Group number 1 - Default model)**

**Maximum Likelihood Estimates**

**Regression Weights: (Group number 1 - Default model)**

		Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
CorporateEntrepreneurship	<--- ownership	.663	.066	9.989	***	
StrategicRenewal	<--- CorporateEntrepreneurship	1.000				
Venturing	<--- CorporateEntrepreneurship	1.000				
Innovativeness	<--- CorporateEntrepreneurship	1.000				
Performance	<--- CorporateEntrepreneurship	1.551	.440	3.527	***	
Performance	<--- ownership	-.424	.303	-1.397	.162	

## PHỤ LỤC 8.8 TRUNG BÌNH CÁC BIẾN QUAN SÁT

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
IE1	320	1	7	4.69	1.536
IE2	320	1	7	4.30	1.608
IE4	320	1	7	4.64	1.702
OS1	320	1	9	4.24	1.566
OS5	320	1	7	4.27	1.743
OS6	320	1	7	4.53	1.802
ENP2	320	1	7	4.47	1.569
ENP3	320	1	7	4.21	1.784
ENP4	320	1	7	4.50	1.619
ENP5	320	1	7	4.84	1.653
ENP6	320	1	7	4.64	1.588
ENP7	320	1	7	4.61	1.661
ENP8	320	1	7	4.68	1.624
ENP9	320	1	7	4.01	1.721
ENP10	320	1	7	4.23	1.643
ENP11	320	1	7	4.50	1.672
ENP12	320	1	7	4.31	1.604
P1	320	1	7	3.96	1.382
P2	320	1	7	3.57	1.433
P3	320	1	7	4.10	1.717
P4	320	1	7	4.03	1.515
P5	320	1	7	3.93	1.583
Valid N (listwise)	320				

## PHỤ LỤC 10: CÁC BẢNG TÍNH TOÁN BẰNG EXCEL

### PHỤ LỤC 10.1

#### Tính toán kiểm định giá trị phân biệt của mô hình đo lường tới hạn

Correlations (Group number 1 - Default model)		TINV(0.05,318)=		1.967451881		
		n=318				
		R(estimate)	R <sup>2</sup>	SE= SQRT((1-R <sup>2</sup> )/(N-2))	CR=(1-R)/SE	P-value (=TDIST, CR, n-2,2)
Expectation	StrategicRenewal	0.406	0.164836	0.051247457	11.59081895	0.000
Expectation	Innovativeness	0.735	0.540225	0.038024115	6.969261452	0.000
Expectation	Performance	0.652	0.425104	0.042518808	8.184613214	0.000
StrategicRenewal	Innovativeness	0.367	0.134689	0.0521642	12.13475906	0.000
StrategicRenewal	Performance	0.418	0.174724	0.05094318	11.42449303	0.000
Innovativeness	Performance	0.543	0.294849	0.047089871	9.70484709	0.000
Expectation	Ownership	0.65	0.4225	0.042614994	8.213071621	0.000
StrategicRenewal	Ownership	0.183	0.033489	0.055130235	14.81945444	0.000
Venturing	Ownership	0.692	0.478864	0.040482002	7.608319448	0.000
Innovativeness	Ownership	0.652	0.425104	0.042518808	8.184613214	0.000
Performance	Ownership	0.604	0.364816	0.044692661	8.860515119	0.000
StrategicRenewal	Venturing	0.214	0.045796	0.054778112	14.34879694	0.000
Innovativeness	Venturing	0.558	0.311364	0.04653517	9.498192518	0.000
Performance	Venturing	0.617	0.380689	0.044130702	8.678765163	0.000
Expectation	Venturing	0.672	0.451584	0.041528046	7.898276718	0.000

### PHỤ LỤC 10.2

#### Tính toán kiểm định giá trị phân biệt của thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp

Correlations (Group number 1 - Default model)		TINV(0.05,318)=		1.967451881		
		n= 318				
		R(estimate)	R <sup>2</sup>	SE= SQRT((1-R <sup>2</sup> )/(N-2))	CR=(1-R)/SE	P-value (=TDIST, CR, n-2,2)
StrategicRenewal	Venturing	0.213	0.045369	0.054790367	14.36383891	0.000
Venturing	Innovativeness	0.553	0.305809	0.046722485	9.567128203	0.000
StrategicRenewal	Innovativeness	0.366	0.133956	0.052186289	12.1487848	0.000

**PHỤ LỤC 10.3**

**Tính toán hệ số tổng hợp và phương sai trích của mô hình đo lường tới hạn**

		Estimate	lamda	1-lamda <sup>2</sup>	lamda <sup>2</sup>		Tổng lamda	2.192	Tổng lamda <sup>2</sup>	1.608616
EI4	Expectation	0.674	0.674	0.545724	0.454276		Bình phương Tổng lamda	4.804864	Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.391384
							Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.391384		
EI2	Expectation	0.792	0.792	0.372736	0.627264	<b>Expectation</b>	<b>Độ tin cậy tổng hợp</b>	<b>0.775447</b>	<b>Tổng phương sai trích</b>	<b>0.536205</b>
EI1	Expectation	0.726	0.726	0.472924	0.527076					
OS6	Owership	0.831	0.831	0.309439	0.690561		Tổng lamda	2.353	Tổng lamda <sup>2</sup>	1.864291
OS5	Owership	0.849	0.849	0.279199	0.720801		Bình phương Tổng lamda	5.536609	Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.135709
OS1	Owership	0.673	0.673	0.547071	0.452929		Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.135709		
						<b>Owership</b>	<b>Độ tin cậy tổng hợp</b>	<b>0.829788</b>	<b>Tổng phương sai trích</b>	<b>0.62143</b>
							Tổng lamda	2.275	Tổng lamda <sup>2</sup>	1.733037
ENP4	StrategicRenev	0.71	0.71	0.4959	0.5041		Bình phương Tổng lamda	5.175625	Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.266963
ENP3	StrategicRenev	0.736	0.736	0.458304	0.541696		Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.266963		
ENP2	StrategicRenev	0.829	0.829	0.312759	0.687241	<b>StrategicRene</b>	<b>Độ tin cậy tổng hợp</b>	<b>0.803346</b>	<b>Tổng phương sai trích</b>	<b>0.577679</b>
ENP8	Venturing	0.724	0.724	0.475824	0.524176					
ENP7	Venturing	0.845	0.845	0.285975	0.714025		Tổng lamda	3.211	Tổng lamda <sup>2</sup>	2.586931
ENP6	Venturing	0.839	0.839	0.296079	0.703921		Bình phương Tổng lamda	10.31052	Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.413069
ENP5	Venturing	0.803	0.803	0.355191	0.644809		Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.413069		
ENP12	Inovativeness	0.817	0.817	0.332511	0.667489	<b>Venturing</b>	<b>Độ tin cậy tổng hợp</b>	<b>0.879468</b>	<b>Tổng phương sai trích</b>	<b>0.646733</b>
ENP11	Inovativeness	0.69	0.69	0.5239	0.4761					
ENP10	Inovativeness	0.677	0.677	0.541671	0.458329		Tổng lamda	2.902	Tổng lamda <sup>2</sup>	2.117442
ENP9	Inovativeness	0.718	0.718	0.484476	0.515524		Bình phương Tổng lamda	8.421604	Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.882558
P5	Performance	0.78	0.78	0.3916	0.6084		Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.882558		
P4	Performance	0.796	0.796	0.366384	0.633616	<b>Inovativeness</b>	<b>Độ tin cậy tổng hợp</b>	<b>0.817301</b>	<b>Tổng phương sai trích</b>	<b>0.529361</b>
P3	Performance	0.649	0.649	0.578799	0.421201					
P2	Performance	0.678	0.678	0.540316	0.459684		Tổng lamda	3.647	Tổng lamda <sup>2</sup>	2.676437
P1	Performance	0.744	0.744	0.446464	0.553536		Bình phương Tổng lamda	13.30061	Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	2.323563
							Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	2.323563		
						<b>Performance</b>	<b>Độ tin cậy tổng hợp</b>	<b>0.851284</b>	<b>Tổng phương sai trích</b>	<b>0.535287</b>



**PHỤ LỤC 10.4** Tính toán hệ số tin cậy tổng hợp và phương sai trích của thang đo tinh thần làm chủ doanh nghiệp

Standardized Regression Weights (Group number 1 - Default model)									
		Estimate	lamda	1-lamda <sup>2</sup>	lamda <sup>2</sup>			Tổng lamda <sup>2</sup>	
						Tổng lamda	2.274	Tổng lamda <sup>2</sup>	1.734794
ENP4	StrategicRenev	0.713	0.713	0.491631	0.508369	Bình phương Tổng lamda	5.171076	Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.265206
ENP3	StrategicRenev	0.717	0.717	0.485911	0.514089	Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.265206		
ENP2	StrategicRenev	0.844	0.844	0.287664	0.712336	<b>StrategicRene Độ tin cậy tổng hợp</b>	<b>0.803426</b>	<b>Tổng phương sai trích</b>	<b>0.578265</b>
ENP8	Venturing	0.718	0.718	0.484476	0.515524				
ENP7	Venturing	0.842	0.842	0.291036	0.708964	Tổng lamda	3.211	Tổng lamda <sup>2</sup>	2.587809
ENP6	Venturing	0.84	0.84	0.2944	0.7056	Bình phương Tổng lamda	10.31052	Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.412191
ENP5	Venturing	0.811	0.811	0.342279	0.657721	Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.412191		
ENP12	Inovativeness	0.789	0.789	0.377479	0.622521	<b>Venturing Độ tin cậy tổng hợp</b>	<b>0.879534</b>	<b>Tổng phương sai trích</b>	<b>0.646952</b>
ENP11	Inovativeness	0.693	0.693	0.519751	0.480249				
ENP10	Inovativeness	0.692	0.692	0.521136	0.478864	Tổng lamda	2.915	Tổng lamda <sup>2</sup>	2.130715
ENP9	Inovativeness	0.741	0.741	0.450919	0.549081	Bình phương Tổng lamda	8.497225	Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.869285
						Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	1.869285		
						<b>Inovativeness Độ tin cậy tổng hợp</b>	<b>0.81968</b>	<b>Tổng phương sai trích</b>	<b>0.532679</b>
						Tổng lamda	0	Tổng lamda <sup>2</sup>	0
						Bình phương Tổng lamda	0	Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	0
						Tổng (1-lamda <sup>2</sup> )	0		

**PHỤ LỤC 10.5** Kiểm định mô hình bất biến và mô hình khả biến

	Chi-square	Df
Mô hình khả biến	825.618	406
Mô hình bất biến	830.258	411
Sai biệt	4.64	5
Chidist (7.112,5)	0.461373	>0.5

**PHỤ LỤC 11: DANH SÁCH DOANH NGHIỆP KHẢO SÁT**

STT	Tên công ty	Địa chỉ	Tỷ lệ vốn NN
1	Công ty CP TM Sài Gòn Tây Nam	Chợ đường biên, Bến Cầu, Tây Ninh	99.71
2	Tổng công ty CP phát triển khu công nghiệp (ĐN)	5F1 Nguyễn Ái Quốc - Biên Hòa - T. Đồng Nai	99.54
3	CTY CP đầu tư và quản lý Khu liên hợp CNN ĐN	Biên Hòa, Đồng Nai	99.11
4	TCT Khí Việt Nam - CTCP	673 Nguyễn Hữu Thọ, Nhà Bè - Tp.HCM	95.80
5	NH TMCP Đầu Tư & Phát Triển VN CN TpHCM	134 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp.HCM	95.28
6	Công ty CP đầu tư thương mại Hải Âu	39B Trường Sơn, Quận Tân Bình, Tp.HCM	90.00
7	Công ty CP Kim Thạch	86 Lê Thị Riêng, P. Bến Thành, Quận 1, Tp.HCM	89.18
8	Công ty CP công nghiệp thương mại Hữu Nghị	357 - Lê Hồng Phong - P. 2 - Q. 10 - Tp. Hồ Chí Minh	87.26
9	Công ty CP cấp nước và môi trường đô thị Đồng Tháp	1 Tôn Đức Thắng, Cao lãnh, Đồng Tháp	85.60
10	CTCP Vật Tư Xăng Dầu	549 Điện Biên Phủ - P.3 - Q.3 - Tp.HCM	84.44
11	Công ty CP Nông sản Đồng Nai	238 Nguyễn Ái Quốc, Tân Hiệp, Thành phố Biên Hòa, Đồng Nai	84.32
12	Công ty CP KCN Định Quán	CN Định Quán, Xã La Ngà, Huyện Định Quán, Tỉnh Đồng Nai.	80.85
13	CTCP Xi Măng Hà Tiên 1	360 Bến Chương Dương - P.Cầu Kho - Q.1 - Tp.HCM	79.70
14	CTCP Xi Măng Vicem Bút Sơn	X.Thanh Sơn - H.Kim Bảng - T.Hà Nam	79.51
15	TCT Hóa Dầu Petrolimex - CTCP	Tầng 18 & 19 - 229 Tây Sơn - P.Ngã Tư Sứ - Q.Đống Đa - Tp.Hà Nội	79.07
16	Công ty CP Sunadezi Long Bình	KCN 2, Tp. Biên Hòa, Đồng Nai	79.00
17	CTCP Phát Triển Hạ Tầng Kỹ Thuật	230 Đại lộ Bình Dương - Phú Hòa - Bình Dương	78.80
18	Công ty CP XNK Đồng Nai	đường 9 KCN BH 1 P, An Bình, Thành phố Biên Hòa, Đồng Nai	78.44
19	Ngân Hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam CN TPHCM	5 Công trường Mê Linh, Quận 1, Tp.HCM	77.11
20	CTCP Xi Măng Vicem Hải Vân	65 Nguyễn Văn Cừ - Q.Liên Chiểu - Tp.Đà Nẵng	75.75
21	Công ty CP kinh doanh nhà Đồng Nai	121 Phan Chu Trinh, Quang Vinh, Tp. Biên Hòa, Đồng Nai	75.37
22	CTCP Ngân Sơn	1 KCN Tiên Sơn - X. Hoàn Sơn - H. Tiên Du - T. Bắc Ninh	75.29
23	CTCP Than Hà Lâm - Vinacomin	Số 1 Tân Lập - P.Hà Lâm - TP.Hạ Long - T.Quảng Ninh	74.21
24	Công ty CP chăn nuôi Phú Sơn	Huyện Trảng Bom, Bắc Sơn, Trảng Bom, Đồng Nai	73.56
25	CTCP Bê Tông Becamex	Đường N7 - KCN Mỹ Phước TX.Bên Cát - T.Bình Dương	73.37
26	Công ty CP công trình Viettel	1 Giang Văn Minh - P. Kim Mã - Q. Ba Đình - Tp. Hà Nội	73.22
27	CTCP Xi Măng Bim Sơn	Khu phố 7 - P.Ba Đình - Tx.Bim Sơn - T.Thanh Hóa	73.14

28	Công ty CP vật tư NN Đồng Nai	Đường số 1, KCN Biên Hòa 1, Biên Hoà, Đồng Nai	73.11
29	CTCP Tư Vấn Xây Dựng Điện 4	11 Hoàng Hoa Thám - P.Lộc Thọ - Tp.Nha Trang - T.Khánh Hòa	71.56
30	CTCP Xi Măng Vicem Hoàng Mai	Khối 7 - P.Quỳnh Thiện - Tx.Hoàng Mai - T.Nghệ An	70.96
31	Tập Đoàn Bảo Việt	72 Trần Hưng Đạo, Q, Hoàn Kiếm, HN	70.91
32	CTCP Tư Vấn Đầu Tư IDICO	Số 100 - Đường D2 - P.25 - Q.Bình Thạnh - Tp.HCM	70.40
33	Công ty CP tổng hợp gỗ Tân Mai	Thống Nhất, Thành phố Biên Hòa, Đồng Nai	70.13
34	CTCP Supe Phốt Phát Và Hóa Chất Lâm Thao	Khu Phương Lai 6 - TT.Lâm Thao - H.Lâm Thao - T.Phú Thọ	69.82
35	Công ty CP nước năm Việt Hương Hải	964, Nguyễn Duy, quận 8, Tp.HCM	69.21
36	CTCP Hóa Chất Việt Trì	Phố Sông Thao - P.Thọ Sơn - Tp.Việt Trì - T.Phú Thọ	68.49
37	Công ty CP tư vấn thiết kế Viettel	Lô H42 Khu Tái Định Cư P. Tân Thới Nhất, Quận 12, TP Hồ Chí Minh.	68.00
38	Công ty CP Gạch ngói Sài Gòn	110-112 Lý Tự Trọng, P.Bến Thành, Q.1, TpHCM	67.86
39	CTCP XD & PT Đô Thị Tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu	Số 37 - Đường 3/2 - P.8 - Tp.Vũng Tàu - T.Bà Rịa Vũng Tàu	67.69
40	Công ty CP du lịch Đồng Nai	105 Hà Huy Giáp, Phường Quyết Thắng, Tp. Biên Hòa, Đồng Nai,	67.57
41	Công ty CP Len Việt Nam	63 Hồ Bá Phấn, Phường Phước Long A, Quận 9, Tp. Hồ Chí Minh	67.15
42	CTCP Than Vàng Danh - Vinacomin	185 Nguyễn Văn Cừ - P.Vàng Danh - TX.Uông Bí - T.Quảng Ninh	66.83
43	Công ty CP dịch vụ hàng hóa Sài Gòn	30 Phan Thúc Duyện, Phường 4, Tân Bình, Hồ Chí Minh	66.80
44	CTCP Cao Su Phước Hòa	Áp 2 - X.Phước Hòa - H.Phú Giáo - T.Bình Dương	66.62
45	CTCP Vicem Vật Liệu Xây Dựng Đà Nẵng	Số 15 Lê Hồng Phong - Q.Hải Châu - Tp.Đà Nẵng	65.80
46	CTCP Sông Đà 4	Tầng 3 tòa nhà hỗn hợp TM - KĐT Văn Khê -Hà Đông - Hà Nội	65.00
47	CTCP Sông Đà 6	Tòa nhà TM - KĐT Văn Khê - Q.Hà Đông - Tp.Hà Nội	65.00
48	Công ty CP Thép Tâm Miền Nam	KCN Phú Mỹ 1 -Huyện Tân Thành - Bà Rịa -Vũng tàu	64.60
49	NH TMCP Công Thương Việt Nam CN TPHCM	79A Hàm Nghi, Q.1, Tp.HCM	64.46
50	CTCP Sông Đà 5	Tòa nhà HH4 Sông Đà Mỹ Đình - H.Từ Liêm - Tp.Hà Nội	64.16
51	Công ty CP cấp nước Đồng Nai	48 Cách Mạng Tháng Tám, P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Đồng Nai	63.99
52	CTCP Vicem Vật Tư Vận Tải Xi Măng	Số 21B Cát Linh - Q.Đống Đa - Tp.Hà Nội	62.95
53	CTCP Sông Đà 10	Tòa nhà Sông Đà - Đường Phạm Hùng Q.Nam Từ Liêm - Tp.Hà Nội	62.27
54	CTCP Thương Nghiệp Cà Mau	70 - 72 Đề Thám - P.2 - Tp.Cà Mau - T.Cà Mau	60.89
55	CTCP KD & PT Bình Dương	26-27 Lô I - Đường Đông Khởi - Tp.Thủ Dầu Một - T.Bình Dương	60.70
56	CTCP Xây Lắp Cơ Khí & Lương Thực Thực Phẩm	29 Nguyễn Thị Bảy - P.6 - Tp.Tân An - T.Long An	60.00
57	CTCP Cao Su Tây Ninh	Quốc lộ 22B - Áp Đá Hàng - X.Hiệp Thành - H.Gò Dầu - T.Tây Ninh	60.00
58	CTCP Đầu Tư & Xây Dựng Cấp Thoát Nước	Tòa nhà WASECO - Số 10 Phố Quang - P.2 - Q.Tân Bình - Tp.HCM	60.00
59	Công ty CP đầu tư KD nước sạch Sài Gòn	2 A 1 Lê Văn Chí, Thủ Đức, Tp.HCM	60.00
60	CTCP VICEM Thương Mại Xi Măng	348 đường Giải Phóng - P.Phương Liệt - Q.Thanh Xuân - Hà Nội	59.64
61	TCT Phân Bón & Hóa Chất Dầu Khí - CTCP	Tòa nhà PVFCCo - 43 Mạc Đĩnh Chi - P.Đa Kao - Q.1 - Tp.HCM	59.58

62	CTCP Sông Đà 9	Đường Phạm Hùng - P.Mỹ Đình 2 - Q. Nam Từ Liêm - Tp.Hà Nội	58.50
63	Công ty CP Lothamilk	QL 51, Xã Tam Phước, Thành phố Biên Hoà, Đồng Nai.	57.85
64	CTCP PT Đô Thị Công Nghiệp Số 2	H22 - Võ Thị Sáu - P.Thống Nhất - Tp.Biên Hòa - T.Đồng Nai	57.70
65	CTCP Cát Lợi	934 D2 - Đường D - KCN Cát Lái - P.Thạnh Mỹ Lợi - Q.2 - Tp.HCM	57.38
66	CTCP Sonadezi Long Thành	KCN Long Thành - X.Tam An - H.Long Thành - T.Đồng Nai	56.85
67	CTCP Du Lịch Dịch Vụ Hội An	10 Trần Hưng Đạo - P.Minh An - Tp.Hội An - T.Quảng Nam	56.50
68	CTCP Xuất Nhập Khẩu Petrolimex	Số 54-56 Bùi Hữu Nghĩa - Q.5 - Tp.HCM	56.34
69	CTCP Kim Khí Tp.HCM	193 Đinh Tiên Hoàng - P.Đa Kao - Q.1 - Tp.HCM	55.67
70	CTCP Vietronics Tân Bình	248A Nơ Trang Long - P.12 - Q.Bình Thạnh - Tp.HCM	55.54
71	CTCP Sách - Thiết Bị Trường Học Hà Tĩnh	58 Phan Đình Phùng - P. Nam Hà - Tp.Hà Tĩnh - T.Hà Tĩnh	55.11
72	CTCP Cao Su Hòa Bình	Áp 7 - X.Hòa Bình - H.Xuyên Mộc - T.Bà Rịa Vũng Tàu	55.06
73	TCT Cổ Phần Xây Lắp Dầu Khí Việt Nam	Tòa nhà CEO - Lô HH2-1 - Phạm Hùng - Từ Liêm - Tp.Hà Nội	54.47
74	CTCP Tư Vấn Xây Dựng Điện 1	Km 9+200 - Nguyễn Trãi - Q.Thanh Xuân - Tp.Hà Nội	54.34
75	CTCP Than Mông Dương - Vinacomin	P.Mông Dương - Tp.Cẩm Phả - T.Quảng Ninh	54.03
76	CTCP Công Trình GTVT Quảng Nam	Số 10 Nguyễn Du - Tp.Tam Kỳ - T.Quảng Nam	53.80
77	Công ty CP bao bì Biên Hòa	Đường số 7, Khu Công Nghiệp Biên, Thành phố Biên Hòa, Đồng Nai	53.72
78	CTCP Bao Bì Biên Hòa	Đường số 7 - KCN Biên Hòa 1 - T.Đồng Nai	53.62
79	CTCP Thép Việt Ý	KCN Phố Nội A - X.Giai Phạm - H.Yên Mỹ - T.Hưng Yên	53.04
80	Công ty CP cảng An Giang	Quốc lộ 91, P. Mỹ Thạnh, Tp. Long Xuyên, Tỉnh An Giang	52.98
81	CTCP Than Núi Béo - Vinacomin	Số 799 Lê Thánh Tông - Tp.Hà Long - T.Quảng Ninh	52.90
82	CTCP Vận Tải và Dịch Vụ Petrolimex Sài Gòn	Số 118 Huỳnh Tấn Phát - P.Tân Thuận Tây - Q.7 - Tp.HCM	52.73
83	TCT Gas Petrolimex - CTCP	Tầng 20 Toà nhà MIPEC - 229 Tây Sơn - Q.Đống Đa - Tp.Hà Nội	52.37
84	CTCP Thủy Điện Thác Mơ	Khu 05 - Thị trấn Thác Mơ - H.Phước Long - T.Bình Phước	51.92
85	CTCP Vận Tải Xăng Dầu Vitaco	236/106/1A Điện Biên Phủ - P.17 - Q.Bình Thạnh - Tp.HCM	51.92
86	CTCP XD & Giao Thông Bình Dương	Lô G - Đường Đồng Khởi TP.Thủ Dầu Một - T.Bình Dương	51.82
87	CTCP Điện Lực Khánh Hòa	Số 11 Lý Thánh Tôn - Tp.Nha Trang - T.Khánh Hòa	51.53
88	CTCP Pin Ấc Quy Miền Nam	Số 321 Trần Hưng Đạo - Q.1 - Tp.HCM	51.43
89	CTCP Tư Vấn Xây Dựng Điện 2	32 Ngô Thời Nhiệm - P.7 - Q.3 - Tp.HCM	51.32
90	CTCP Lương Thực Thực Phẩm Safoco	Số 1079 Phạm Văn Đồng - P.Linh Tây - Q.Thủ Đức - Tp.HCM	51.30
91	CTCP Vận Tải Xăng Dầu Đường Thủy Petrolimex	Tầng 7 - Tòa Nhà 322 Điện Biên Phủ - P.22 - Q.Bình Thạnh - Tp.HCM	51.22
92	CTCP VICEM Thạch Cao Xi Măng	Số 24 Hà Nội - Tp.Huế - T.Thừa Thiên Huế	51.21
93	CTCP TM & Vận Tải Petrolimex Hà Nội	Số 49 Đức Giang - P.Đức Giang - Q.Long Biên - Tp.Hà Nội	51.06
94	CTCP Lilama 10	Tòa nhà Lilama 10 - Phố Tố Hữu Q.Nam Từ Liêm - Tp.Hà Nội	51.05
95	CTCP Bao Bì Dầu Thực Vật	Lô 6-12 Khu F - KCN Tân Thới Hiệp - P.Hiệp Thành - Q.12 - Tp.HCM	51.05

96	CTCP Tư Vấn Sông Đà	Nhà G9 - Số 495 Nguyễn Trãi - Q.Thanh Xuân - Tp.Hà Nội	51.01
97	CTCP CN Cao Su Miền Nam	180 Nguyễn Thị Minh Khai - P.6 - Q.3 - Tp.HCM	51.00
98	CTCP ĐT & PT Cảng Đình Vũ	Cảng Đình Vũ - Đông Hải - Hải An - Hải Phòng	51.00
99	CTCP Bánh Keo Hải Hà	25 - 27 Trương Định - P.Trương Định - Q.Hai Bà Trưng - Tp.Hà Nội	51.00
100	CTCP Cơ Khí Lắp Máy Lilama	72E Hoàng Diệu - Tp.Ninh Bình - T.Ninh Bình	51.00
101	CTCP Lilama 69-1	Số 17 Lý Thái Tô - P.Suối Hoa - Tp.Bắc Ninh - T.Bắc Ninh	51.00
102	CTCP Bột Giặt Lix	Số 3 đường số 2 - Khu phố 4 - P.Linh Trung - Q.Thủ Đức - Tp.HCM	51.00
103	CTCP Lilama 7	332 Đường 2/9 - Q.Hải Châu - Tp.Đà Nẵng	51.00
104	CTCP Lilama 18	Số 09-19 Hồ Tùng Mậu - P.Nguyễn Thái Bình - Q.1 - Tp.HCM	51.00
105	CTCP Lilama 5	Số 179 Trần Phú - P.Ba Đình - Tx.Bim Sơn - T.Thanh Hoá	51.00
106	CTCP Bột Giặt NET	Đường số 8 - KCN Biên Hòa I - T.Đồng Nai	51.00
107	CTCP Cảng Đồng Nai	1B-D3 Khu phố Bình Dương - Tp.Biên Hòa - T.Đồng Nai	51.00
108	CTCP Nhiệt Điện Phả Lại	Thôn Phao Sơn - TT.Phả Lại - H.Chí Linh - T.Hải Dương	51.00
109	CTCP DV Kỹ Thuật Điện Lực Dầu Khí Việt Nam	Tầng 7- Tòa nhà HH3 - KĐT Mỹ Đình Q. Nam Từ Liêm - Hà Nội	51.00
110	CTCP Vận Tải & Dịch Vụ Petrolimex Hải Phòng	Số 16 Ngô Quyền - Q.Ngô Quyền - Tp.Hải Phòng	51.00
111	TCT Cô Phân Vận Tải Dầu Khí	Tầng 2 Tòa nhà PVFCCo - 43 Mạc Đình Chi Q.1- Tp.HCM	51.00
112	CTCP Cao Su Sao Vàng	Số 231 - Nguyễn Trãi - Tp.Hà Nội	51.00
113	CTCP Than Cọc Sáu - Vinacomin	P. Cẩm Phú - TX. Cẩm Phả - T. Quảng Ninh	51.00
114	CTCP Đại Lý Giao Nhận Vận Tải Xếp Dỡ Tân Cảng	1295B - Nguyễn Thị Định - P.Cát Lái - Q.2 - Tp.HCM	51.00
115	CTCP Than Cao Sơn - Vinacomin	P.Cẩm Sơn - TP.Cẩm Phả - T. Quảng Ninh	51.00
116	CTCP Than Đèo Nai - Vinacomin	P.Cẩm Tây - TX.Cẩm Phả - T. Quảng Ninh	51.00
117	CTCP Cấp Nước Thủ Đức	Số 8 Khổng Tử - P.Bình Thọ - Q.Thủ Đức - Tp.HCM	51.00
118	CTCP Than Hà Tu - Vinacomin	Tổ 6 - Khu 3 - P.Hà Tu -Tp.Hạ Long - T. Quảng Ninh	51.00
119	CTCP Cao Su Thống Nhất	Số 256 Đường 27/04 - P.Phước Hưng - TX.Bà Rịa - T.Bà Rịa Vũng Tàu	51.00
120	CTCP Ác Quy Tia Sáng	Đại lộ Tôn Đức Thắng - X.An Đông - H.An Dương - Tp.Hải Phòng	51.00
121	CTCP ĐT PT Nhà & Đô Thị Idico	KCN Nhơn Trạch 1 - H.Nhơn Trạch - T.Đồng Nai	51.00
122	CTCP Vận Tải Xăng Dầu Vipco	37 Phan Bội Châu - P.Quang Trung - Q.Hồng Bàng - Tp.Hải Phòng	51.00
123	CTCP Viglacera Tiên Sơn	KCN Tiên Sơn - H.Tiên Du - T.Bắc Ninh	51.00
124	CTCP Vận Tải Biển Việt Nam	215 Lạch Tray - P.Đặng Giang - Q.Ngô Quyền - Tp.Hải Phòng	51.00
125	CTCP Bến Xe Miền Tây	395 Kinh Dương Vương - P.An Lạc - Q.Bình Tân - Tp.HCM	51.00
126	Công ty CP Phong Phú	48 Tầng Nhơn Phú, KP3, P. Tầng Nhơn Phú B, Q.9, TP. HCM, Việt Nam	51.00
127	Công ty CP địa ốc 10	78 -180-182 Ngô Gia Tự, Phường 9, Quận 10, TP.HCM	51.00
128	Công ty CP địa ốc Tân Bình	205-207-209 Lý Thường Kiệt, Phường 6, Quận Tân Bình, TP.HCM	51.00
129	Công ty CP dịch vụ Dầu khí Sài Gòn	16 Phùng Khắc Khoan, P.ĐaKao, Q1	51.00

130	Công ty CP dịch vụ SX XNK Bình Tây	222 Hậu Giang, Quận 6, Tp.HCM	51.00
131	Công ty CP TM dịch vụ Quận 3	158 Võ Văn Tần, Quận 3, Tp.HCM	51.00
132	Công ty CP vật liệu xây dựng và chất đốt Đồng Nai	255B, Phạm Văn Thuận, Biên Hòa, ĐN	51.00
133	CTCP Thủy Điện Cần Đơn	Ấp Thanh Thủy - TT.Thanh Bình - H.Bù Đốp - T.Bình Phước	50.96
134	CTCP In Sách Giáo Khoa tại Tp.Hà Nội	Tổ 60 - TT.Đông Anh - H.Đông Anh - Tp.Hà Nội	50.94
135	TCT Cô Phân Bảo Minh	26 Tôn Thất Đạm, Q.1, Tp.HCM	50.70
136	CTCP Cao Su Đà Nẵng	Tạ Quang Bửu - KCN Liên Chiểu -Q.Liên Chiểu - TP.Đà Nẵng	50.51
137	CTCP Viglacera Hạ Long	P.Hà Khâu - Tp.Hà Long - T.Quảng Ninh	50.48
138	CTCP Vận Tải Hà Tiên	296 Trần Nãi - Khu phố 2 - P.Bình An - Q.2 - Tp.HCM	50.08
139	CTCP Thiết Bị Bưu Điện	Số 61 Trần Phú - Q.Ba Đình - Tp.Hà Nội	49.99
140	CTCP Xuất Nhập Khẩu Sa Giang	Lô CII-3 Đường số 5 - KCN C - Tp.Sa Đéc - T.Đông Tháp	49.00
141	CTCP Vật Liệu Xây Dựng Bến Tre	12 đường số 1 - Ấp An Thuận A - X.Mỹ Thạnh An - Tp.Bến Tre	49.00
142	TCT Cô Phân Đầu Tư Phát triển Xây Dựng	265 Lê Hồng Phong - P8 - Tp.Vũng Tàu - T.Bà Rịa - Vũng Tàu	49.00
143	Công ty CP sản xuất kinh doanh hàng XK Tân Bình	9-15 Lê Minh Xuân, Phường 7, Tân Bình, Hồ Chí Minh	49.00
144	Công ty CP thực phẩm Gò Vấp	21/16 Phan Huy Ích, Gò Vấp, Tp.HCM	49.00
145	Công ty CP XNK Giày Dép Nam Á	10/5 Hoàng Minh Giám, P. 9, Q. Phú Nhuận, Tp. HCM	49.00
146	CTCP Vicem Bao Bì Bim Sơn	P.Lam Sơn - Tx.Bim Sơn - T.Thanh Hóa	49.00
147	CTCP COKYVINA	178 Triệu Việt Vương -Q. Hai Bà Trưng - Tp. Hà Nội	49.00
148	CTCP Công Nghệ Viễn Thông VITECO	35/61 Lạc Trung - P.Vĩnh Tuy - Q.Hai Bà Trưng - Hà Nội	49.00
149	Công ty CP phát triển và dịch vụ nhà Bến Thành	65 Nguyễn Du - Phường Bến Nghé - Quận 1 - Tp. HCM	49.00
150	CTCP VICEM Bao Bì Bút Sơn	Km 2 đường Văn Cao - X. Lộc An - Tp. Nam Định - T.Nam Định	48.99
151	CTCP Vicem Bao Bì Hải Phòng	Số 3 Hà Nội - P.Sở Dầu - Q.Hồng Bàng - Tp.Hải Phòng	48.99
152	CTCP Cao Su Bến Thành	Lô B3-1 - KCN Tây Bắc Củ Chi - H.Củ Chi - Tp.HCM	48.85
153	CTCP Tư Vấn Xây Dựng Điện 3	32 Ngô Thời Nhiệm - P.7 - Q.3 - Tp.HCM	48.78
154	Công ty CP Văn hóa tổng hợp Bến Thành	160 Hai Bà Trưng, P.ĐaKao, Q.1, Tp.HCM	48.57
155	Công ty CP nhựa Phú Thọ	2 Tổng Văn Trân, Phường 5, Quận 11, Hồ Chí Minh	48.15
156	CTCP Cảng Cát Lái	Nguyễn Thị Định - P.Cát Lái - Q.2 - Tp.HCM	47.69
157	CTCP Khoáng Sản Bình Định	11 Hà Huy Tập - Tp.Quy Nhơn - T.Bình Định	47.51
158	Công ty CP cơ khí An Giang	839 Trần Hưng Đạo - P. Bình Khánh - Tp. Long Xuyên - T. An Giang	47.41
159	CTCP Dịch Vụ Bến Thành	Số 390 Nguyễn Công Trứ - P.Cầu Ông Lãnh - Q.1 - TP.HCM	47.11
160	Công ty CP Sunadezi Châu Đức	ường Hội Bài - Châu Pha, Suối Nghệ, Châu Đức, Bà Rịa - Vũng Tàu	46.84
161	CTCP Viễn Thông VTC	Lầu 3 - Số 750 Điện Biên Phủ - P.11 - Q.10 - Tp.HCM	46.67
162	CTCP Cơ Khí & Khoáng Sản Hà Giang	Số 390 Nguyễn Trãi - P.Nguyễn Trãi - Tp.Hà Giang - T.Hà Giang	46.64
163	CTCP Cơ Khí - Lắp Máy Sông Đà	Tầng 15 Khu B - Phạm Hùng - Q.Nam Từ Liêm - Tp.Hà Nội	46.20

164	CTCP Cơ Khí Xăng Dầu	Số 446 Nơ Trang Long - P.13 - Q.Bình Thạnh - Tp.HCM	46.00
165	Công ty CP địa ốc Gia Định	280 Nguyễn Văn Nghi Phường 7 Quận Gò Vấp	45.10
166	Công ty CP chế biến hàng xuất khẩu Cầu Tre	125/208 Lương Thế Vinh, P.Tân Thới Hòa, Q.Tân Phú, TP.Hồ Chí Minh	45.00
167	CTCP Dược Phẩm Dược Liệu Pharmedic	367 Nguyễn Trãi - P.Nguyễn Cư Trinh - Q.1 - Tp.HCM	43.44
168	CTCP Thương Mại DV Bến Thành	186-188 Lê Thánh Tôn - P.Bến Thành - Q.1 - Tp.HCM	43.39
169	CTCP ĐT & PT Giáo Dục Phương Nam	231 Nguyễn Văn Cừ - P.4 - Q.5 - Tp.HCM	43.39
170	Công ty CP TM Dịch vụ Sài Gòn	36 Lưu Văn Lang, Quận 1, Tp.HCM	43.35
171	CTCP Dược Hậu Giang	288 Bis Nguyễn Văn Cừ - Q.Ninh Kiều - Tp.Cần Thơ	43.31
172	CTCP ĐT & PT Giáo Dục Đà Nẵng	145 Lê Lợi - Q.Hải Châu - Tp.Đà Nẵng	41.50
173	CTCP Xuất Nhập Khẩu Hàng Không	414 Nguyễn Văn Cừ - Q.Long Biên - Tp.Hà Nội	41.31
174	Công ty CP địa ốc 8	849 Ta Quang Bửu, Phường 5, Quận 8, TP.HCM	40.96
175	CTCP Lilama 45.3	Lô 4K Tôn Đức Thắng - Tp.Quảng Ngãi - T.Quảng Ngãi	40.83
176	CTCP Sông Đà 2	Km 10 - Nguyễn Trãi - Q.Hà Đông - Tp.Hà Nội	40.77
177	TCT Cổ Phần Tái BH Quốc Gia Việt Nam	141 Lê Duẩn, Q.Hoàn Kiếm, HN	40.36
178	CTCP Sách & Thiết Bị Bình Định	Số 219 Nguyễn Lữ - Tp.Quy Nhơn - T.Bình Định	40.17
179	Công ty CP đầu tư Bình Phú	53 Bình Phú, Q.6, Tp.HCM	40.17
180	CTCP ĐT & PT Giáo Dục Hà Nội	Tòa nhà HEID - Ngõ 12 Láng Hạ - Q.Ba Đình - Hà Nội	40.16
181	Công ty CP Tập đoàn giấy Tân Mai	KP 1 - P.Thống Nhất - Tp.Biên Hoà - T.Đồng Nai	40.09
182	CTCP Cơ Điện Thủ Đức	Km số 9 Xa Lộ Hà Nội - Q.Thủ Đức - Tp.HCM	40.05
183	CTCP Khoáng Sản Á Châu	Lô 32C - KCN Nam Cẩm - Nghi Lộc - T.Nghệ An	40.00
184	CTCP Sách - Thiết Bị Bình Thuận	Số 70 Nguyễn Văn Trỗi - P.Đức Thắng - Tp.Phan Thiết - T.Bình Thuận	40.00
185	CTCP Dệt Lưới Sài Gòn	89 Nguyễn Khoái - P.1 - Q.4 - Tp.HCM	40.00
186	CTCP Vàng Thăng Long	Số 3/191 Lạc Long Quân - P.Ngĩa Đô - Q.Cầu Giấy - Tp.Hà Nội	40.00
187	Công ty CP TM dịch vụ Tổng hợp	40-42 Phan Bội Châu, Quận 1, TP.HCM	40.00
188	Công ty CP TM dịch vụ Cần Giờ	383-385 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp.HCM	40.00
189	Công ty CP xây dựng Đồng Nai	9, Huỳnh Văn Nghệ, Bửu Long, Thành phố Biên Hòa, Đồng Nai	40.00
190	Công ty CP chế biến XNK nông thực phẩm ĐNai	647, Xa lộ Hà Nội, Thành phố Biên Hoà, Đồng Nai	39.84
191	CTCP Sữa Việt Nam	Tòa nhà Vinamilk - Số 10 Tân Trào - P.Tân Phú - Q.7 - Tp.HCM	39.33
192	CTCP Sông Ba	573 Núi Thành - P.Hoa Cường - Q.Hải Châu - Tp.Đà Nẵng	39.09
193	CTCP In & Bao Bì Mỹ Châu	Số 18 Lũy Bán Bích - P.Tân Thới Hòa - Q.Tân Phú - Tp.HCM	39.01
194	Công ty CP cơ điện (Điện lực TpHCM)	6 đường 3/2, Phường 15, Quận 11, TP.HCM	38.84
195	CTCP Càng Rau Quả	Số 1 Nguyễn Văn Quỳ - P.Phú Thuận - Q.7 - Tp.HCM	38.40
196	CTCP Kim Khí Miền Trung	Số 69 Quang Trung - P.Hải Châu I - Q.Hải Châu - TP. Đà Nẵng	38.30
197	Công ty CP Sunadezi An Bình	Đường số 9 Khu dân cư, An Bình, Thành phố Biên Hòa, Đồng Nai	37.95

198	CTCP Đầu Tư Phát Triển Hạ Tầng IDICO	Km 1906+700 Quốc lộ 1A - KP 5 - Q.Bình Tân - Tp.HCM	37.50
199	CTCP Mỹ Thuật Và Truyền Thông	187B Giảng Võ - P.Cát Linh - Q.Đông Đa - Tp.Hà Nội	37.40
200	Công ty CP in nhãn hàng An Lạc	Đường số 3, KCN Tân Đức, Đức Hoà, Tỉnh Long An	37.40
201	CTCP Sách & Thiết Bị Trường Học Đà Nẵng	Số 76-78 Bạch Đằng - Q.Hải Châu - Tp.Đà Nẵng	37.18
202	CTCP ĐT PT Đô Thị & KCN Sông Đà	Tòa Nhà Sudico - Đường Mễ Trì - Q. Nam Từ Liêm - Tp.Hà Nội	36.45
203	CTCP Lắp Máy - Thí Nghiệm Cơ Điện	434-436 Nguyễn Trãi - P.Trung Văn - Q.Nam Từ Liêm - Tp.Hà Nội	36.18
204	TCT Dịch vụ Khoan & Hóa Phẩm Dầu Khí	Tầng 6-7 TN VPI - Số 167 phố Trung Kính - Q.Cầu Giấy - Hà Nội	36.00
205	Công ty CP Bến xe và DVVT Đồng Nai	Xa lộ Hà Nội, KP 2, Phường Bình Đa, Thành phố Biên Hoà	36.00
206	Công ty CP chăn nuôi bò và chế biến sữa Đnai	uyện Xuân Lộc, Tỉnh Đồng Nai, Xuân Tâm, Xuân Lộc, Đồng Nai	36.00
207	CTCP Traphaco	75 Phố Yên Ninh - P.Quán Thánh - Q.Ba Đình - Tp.Hà Nội	35.67
208	CTCP Đầu Tư Phát Triển Gas Đô Thị	Tầng 4 - 167 Trung Kính - P.Yên Hòa - Q.Cầu Giấy - Tp.Hà Nội	35.51
209	CTCP KD Khí Miền Nam	Lầu 4 - PetroVietnam Tower- Số 1-5 Lê Duẩn Q.1 - Tp.HCM	35.26
210	CTCP Lilama 45.4	Xa lộ Hà Nội - P.Bình Đa - Tp.Biên Hòa - T.Đồng Nai	35.06
211	Công ty CP Kiểm định xây dựng Sài Gòn	25 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, 3, Hồ Chí Minh	35.00
212	Công ty CP sơn Bạch Tuyết	Đường số 1, Long Thới, Nhà Bè, Hồ Chí Minh	35.00
213	CTCP XNK Y Tế Domesco	Số 66 Quốc lộ 30 - P.Phú Mỹ - Tp.Cao Lãnh - T.Đồng Tháp	34.71
214	CTCP KASATI	270A Lý Thường Kiệt - P.14 - Q.10 - Tp.HCM	33.88
215	Công ty CP điện máy bách hóa Sài Gòn	870-872 Trần Hưng Đạo, Quận 5, TP.HCM	33.83
216	CTCP Dịch Vụ Vận Tải và Thương Mại	Số 01 Hoàng Văn Thụ - P.Minh Khai - Q.Hồng Bàng - Tp.Hải Phòng	33.49
217	CTCP Thương Mại Học Môn	53/1D Lý Thường Kiệt - Tr. Học Môn - H. Học Môn - Tp. HCM	33.40
218	CTCP Dịch Vụ Kỹ Thuật Viễn Thông	Số 4A-4B-4C Vương Thừa Vũ - Thanh Xuân - Hà Nội	32.81
219	CTCP In Sách Giáo Khoa Tp.HCM	Số 240 Trần Bình Trọng - P.4 - Q.5 - Tp.HCM	32.26
220	CTCP Dược Lâm Đồng (LADOPHAR)	Số 18 Ngô Quyền - P.6 - TP.Đà Lạt - T.Lâm Đồng	31.88
221	CTCP Đầu Tư và Dịch Vụ Khánh Hội	Số 360A - Bến Vân Đồn - P.1 - Q.4 - Tp.HCM	31.39
222	CTCP ĐT Phát Triển CN - TM Củ Chi	Áp Bàu Tre 2 - X.Tân An Hội - H.Củ Chi - Tp.HCM	30.74
223	CTCP Thủy Điện - Điện Lực 3	Xã EaPô - Huyện CưJút - Tỉnh ĐắkNông	30.42
224	CTCP Gạch Ngói Cao Cấp	Số 246 Khu phố Cây Chàm TX.Tân Uyên - T.Bình Dương	30.08
225	Công ty CP SX TM XNK Như Ngọc	22 Đường Hiệp Bình, Hiệp Bình Phước, Thủ Đức, HCM	30.03
226	CTCP Sơn Đồng Nai	Đường 7 - KCN Biên Hòa 1 - P. An Bình, TP. Biên Hòa - ĐN	30.00
227	CTCP Đầu Tư XD & PT Đô Thị Sông Đà	Số 19 Phố Trúc Khuê - P.Láng Hạ - Q.Đống Đa - Tp.Hà Nội	30.00
228	CTCP Tập Đoàn Vinacontrol	Số 54 Trần Nhân Tông - P.Nguyễn Du - Q.Hai Bà Trưng - Tp.Hà Nội	30.00
229	Công ty CP phát triển kinh doanh nhà	Cao ốc HDTC 36 Bùi Thị Xuân, P. Bến Thành, Q.1, Tp. HCM	30.00
230	Công ty CP địa ốc Chợ Lớn	118 Hưng Phú, Phường 8, Quận 8, TP. HCM.	30.00
231	Công ty CP Sài Gòn Xây Dựng	5 Nguyễn Siêu, P. Bến Thành, Q.1, Tp.HCM	30.00



232	Công ty CP kinh doanh thủy hải sản Sài Gòn	4-6-8 đường 1A, KCN Tân Tạo. Tp.Hồ Chí Minh	30.00
233	Công ty CP TMDV quảng trường quốc tế	1 Công Trường Quốc Tế, Phường 6, Quận 3, Hồ Chí Minh	30.00
234	Công ty CP xây dựng DDCN số 1	15, đường Đồng Khởi, Thành phố Biên Hòa, Đồng Nai	30.00
235	Công ty CP Sản Xuất TMDV Đồng Nai	75A Hà Huy Giáp, Phường Quyết Thắng, Biên Hòa, Đồng Nai	30.00
236	Công ty CP thương mại Long Thành	Quốc lộ 51, Thị trấn Long Thành, Huyện Long ĐN	30.00
237	Công ty CP công nghiệp và TM Lidovit	Đường số 3 KCN Bình Chiểu, P. Bình Chiểu, Thủ Đức, HCM	29.80
238	CTCP Nhựa Bình Minh	240 Hậu Giang - P.9 - Q.6 - Tp.HCM	29.51
239	CTCP Sách Giáo Dục Tại Tp.Đà Nẵng	78 Pasteur - Q.Hải Châu - Tp.Đà Nẵng	29.41
240	TCT Tư Vấn Thiết Kế Dầu Khí - CTCP	PV Gas Tower - 673 Nguyễn Hữu Thọ - H.Nhà Bè - TP.HCM	29.00
241	Công ty CP Giấy Linh Xuân	34 đường số 9, P.Linh Xuân, Q. Thủ Đức, Tp. HCM	28.85
242	Công ty CP may Nhà Bè	4 Phường Bến Nghé, P.Tân Thuận Đông, Quận 7, Tp.HCM	27.69
243	CTCP Hacisco	51 Vũ Trọng Phụng - Q.Thanh Xuân - Tp.Hà Nội	27.63
244	CTCP Sông Đà 11	Tòa nhà Sông Đà-Hà Đông - Km 10 Trần Phú - Hà Đông - HN	26.86
245	Công ty CP Lâm Nghiệp Sài Gòn	8 Hoàng Hoa Thám, Q. Bình Thạnh, Tp.HCM	26.21
246	CTCP Viglacera Hạ Long I	X.Cộng Hòa - H.Yên Hưng - T.Quảng Ninh	26.00
247	Công ty CP may Đồng Nai	Đường số 2, KCN Biên Hòa 1, Đồng Nai	25.70
248	CTCP Sách Giáo Dục Tại Tp.Hà Nội	Nhà D tầng 2 Vinaconex 1 - 289A Khuất Duy Tiến - Q.Cầu Giấy - HN	25.35
249	CTCP Thủy Sản Số 4	Số 320 Hưng Phú - P.9 - Q.8 - Tp.HCM	25.00
250	Công ty CP Thép Tân Thuận	136A Bùi Văn Ba, Tân Thuận Đông, Quận 7, Tp.HCM	25.00
251	Công ty CP địa ốc 3	181 Võ Thị Sáu, Phường 7, Quận 3, TP.HCM	25.00
252	Công ty CP TM Sài Gòn Phương Trang	Xã Khánh Hòa, Huyện Cái Bè, Tiền Giang	25.00
253	Công ty Cp in tổng hợp Liksin	187 Kinh Dương Vương, Phường 12, 6, Hồ Chí Minh	25.00
254	Công ty CP đầu tư nước Tân Hiệp	64 ấp Thới Tây 1, Tân Hiệp, Hóc Môn, Hồ Chí Minh	25.00
255	CTCP Viglacera Từ Sơn	Đình Bảng - Từ Sơn - Bắc Ninh	24.93
256	CTCP Hòa An	Áp Cầu Hàng - X.Hóa An - Tp.Biên Hòa - T.Đồng Nai	24.86
257	Công ty CP cơ khí công trình cấp nước	92 Trần Quốc Tuấn, P.1, Q. Gò Vấp, TP.HCM	24.58
258	CTCP Điện Nhẹ Viễn Thông	Số 142 Lê Duẩn - P. Khâm Thiên - Q. Đống Đa - Tp. Hà Nội	24.40
259	TCT Cổ Phần DV Tổng Hợp Dầu Khí	Lầu 6 - Tòa nhà PetroVietnam - Số 1-5 Lê Duẩn Q.1 - Tp.HCM	24.22
260	CTCP Dược Phẩm Imexpharm	Số 4 Đường 30/4 - P.1 - Tx.Cao Lãnh - T.Đồng Tháp	23.75
261	CTCP In Sách Giáo Khoa Hòa Phát	Số 157 Tôn Đức Thắng - Tp.Đà Nẵng	23.19
262	CTCP Bản Đồ Và Tranh Ảnh Giáo Dục	Số 45 Hàng Chuối - Q.Hai Bà Trưng - Tp.Hà Nội	22.19
263	CTCP Sách Đại Học Dạy Nghề	Số 25 Hàn Thuyên - Q.Hai Bà Trưng - Tp.Hà Nội	21.73
264	Công ty CP Vàng bạc đá quý Bến Thành	312 Hai Bà Trưng, P.Tân Định, quận 1, Tp.HCM	20.13
265	CTCP Địa Ốc 11	Số 205 Lạc Long Quân - P.3 - Q.11 - Tp.HCM	20.00

266	CTCP Nam Việt	Số 18F Tầng Nhon Phú - P.Phước Long B - Q.9 - Tp.HCM	20.00
267	CTCP Chế Biến Thủy Sản XK Ngô Quyền	326-328 Ngô Quyền - Tp. Rạch Giá - T. Kiên Giang	20.00
268	CTCP Địa Ốc Chợ Lớn	118 Hưng Phú - P.8 - Q.8 - Tp.HCM	20.00
269	CTCP TIE	52 Thành Thái - P.12 - Q.10 - Tp.HCM	20.00
270	Công ty CP đầu tư xây dựng Miền Nam	187 Gò Cẩm Đệm, P.10, Quận Tân Bình, TP.HCM	20.00
271	Công ty CP địa ốc 6	13-15 Nguyễn Văn Nghi, Phường 7, Quận Gò Vấp, TP.HCM.	20.00
272	Công ty CP địa ốc 7	94-96 Nguyễn Du - P.Bến Nghé - Quận 1 - TP.CHM	20.00
273	Công ty CP địa ốc Nam Việt	185 Bến Bình Đông, Phường 11, Quận 8	20.00
274	Công ty CP xây dựng số 3	249 Hoàng Quốc Việt, Q.Tân Bình, Tp.HCM	20.00
275	Công ty CP tư vấn giao thông công chánh	14 Phan Đăng Lưu, Phường 6, Bình Thạnh, Hồ Chí Minh	20.00
276	Công ty CP DVNN và TM Thuận Kiều	43 Phan Văn Hớn, Gò Vấp, TP.HCM	20.00
277	Công ty CP phân bón sinh hóa Củ Chi	xã Tân An Hội, Huyện Củ Chi, Tp.HCM	20.00
278	CTCP FIDITOUR	129 Nguyễn Huệ - P.Bến Nghé - Q.1 - Tp.HCM	19.64
279	Công ty CP Khách sạn Thăng Lợi	200 Phố Yên Phụ, Quận Tây Hồ, Hà Nội	19.42
280	CTCP Ô Tô TMT	199B Phố Minh Khai - Q.Hai Bà Trưng - Tp.Hà Nội	19.34
281	CTCP Đầu Tư Và Xây Dựng Số 18	Số 471 Nguyễn Trãi - P.Thanh Xuân Nam - Q.Thanh Xuân -HN	18.75
282	Công ty CP TM địa ốc Bình Chánh	270 – 272 Lãn Bình Thăng, Phường 13, Quận 11, TPHCM.	16.00
283	CTCP Nhựa Đà Nẵng	Số 371 - Trần Cao Vân - Q.Thanh Khê - Tp.Đà Nẵng	15.12
284	CTCP Văn Hóa Phương Nam	Số 940 Đường 3/2 - P.15 - Q.11 - Tp.HCM	15.05
285	CTCP Dược Phẩm OPC	Số 1017 Hồng Bàng - P.12 - Q.6 - Tp.HCM	14.08
286	CTCP Văn Hóa Tân Bình	Đường số 11 - KCN Tân Bình - P.Tây Thạnh - Q.Tân Phú - Tp.HCM	13.25
287	CTCP Kỹ Nghệ Lạnh	72-74 Nguyễn Thị Minh Khai - P.6 - Q.3 - Tp.Hồ Chí Minh	12.78
288	CTCP PT Nhà Bà Rịa - Vũng Tàu	Tầng 3 Hodeco Plaza - 36 Nguyễn Thái Học - P.7 - Tp.Vũng Tàu	11.67
289	CTCP Đầu tư và Xây dựng BDC Việt Nam	Số 6 - ngõ 180 Thái Thịnh - Q.Đống Đa - Tp.Hà Nội	11.47
290	Công ty CP hàng hải Sài Gòn	422 Nguyễn Tất Thành, Phường.18, Quận 4, Tp Hồ Chí Minh	11.20
291	CTCP ĐT & PT Công Nghệ Văn Lang	Số 81 Trần Hưng Đạo - P. Trần Hưng Đạo - Tp. Hà Nội	10.00
292	CTCP Tập Đoàn Hà Đô	08 Láng Hạ - P. Thành Công - Q. Ba Đình - Tp. Hà Nội	9.94
293	CTCP ĐT Hạ Tầng & Đô Thị Dầu Khí	12 Tân Trào - Tân Phú - Q.7 - Tp.HCM	9.10
294	CTCP XNK Thủy Sản An Giang	1234 Trần Hưng Đạo - P.Bình Đức - Tp.Long Xuyên - T.An Giang	8.24
295	CTCP Xây Lắp & Địa Ốc Vũng Tàu	54 Võ Thị Sáu - P.2 - Tp.Vũng Tàu - T.Bà Rịa Vũng Tàu	8.16
296	CTCP Cáp Treo Núi Bà Tây Ninh	Núi Bà Đen - Kp.Ninh Phú - P.Ninh Sơn - Tp.Tây Ninh - T.Tây Ninh	7.00
297	CTCP Licogi 13	Số 164 - Khuất Duy Tiên - Q. Thanh Xuân - HN	6.24
298	CTCP FPT	Tòa nhà FPT, phố Duy Tân, Q. Cầu Giấy, Hà Nội	5.99
299	CTCP Transimex	Tầng 9-10 TMS Building - Số 172 Hai Bà Trưng Q.1 - Tp.HCM	5.79

300	CTCP Xuất Nhập Khẩu An Giang	01 Ngô Gia Tự - P.Mỹ Long - Tp.Long Xuyên - T.An Giang	0.00
301	CTCP Chiêu Xạ An Phú	119A/2 Tô 4 Khu phố 1B - P.An Phú - TX.Thuận An - T.Bình Dương	0.00
302	CTCP Đầu Tư Xây Dựng Bình Chánh	Số 550 Kinh Dương Vương - P.An Lạc - Q.Bình Tân - Tp.HCM	0.00
303	CTCP Chương Dương	Khu Cao Ốc Central Garden - Số 328 Võ Văn Kiệt - Q.1 - Tp.HCM	0.00
304	CTCP ĐT Hạ Tầng Kỹ Thuật Tp.Hồ Chí Minh	50 Tôn Thất Đạm - P.Nguyễn Thái Bình - Q.1 - Tp.HCM	0.00
305	CTCP Cấp Nước Chợ Lớn	97 Phạm Hữu Chí - P.12 - Q.5 - Tp.HCM	0.00
306	CTCP Đầu Tư &Thương Mại DIC	13 - 13bis Kỳ Đông - P.9 - Q.3 - Tp.HCM	0.00
307	CTCP Bóng Đèn Điện Quang	121-123-125 Hàm Nghi - P.Nguyễn Thái Bình - Q.1- Tp.HCM	0.00
308	CTCP Kỹ Nghệ Đô Thành	59-65 Huỳnh Mẫn Đạt - P.5 - Q5 - Tp.HCM	0.00
309	CTCP SX-TM May Sài Gòn	252 Nguyễn Văn Lương - P.17 - Q.Gò Vấp - Tp.HCM	0.00
310	CTCP Gemadept	Cao ốc Gemadept - 2bis - 4 - 6 Lê Thánh Tôn Q.1 - Tp.HCM	0.00
311	CTCP Dịch Vụ Ô Tô Hàng Xanh	333 Điện Biên Phủ - Phường 15 - Quận Bình Thạnh - Tp.Hồ Chí Minh	0.00
312	CTCP Đầu Tư & KD Nhà Intresco	18 Nguyễn Bình Khiêm - P.Đakao - Q.1 -Tp.HCM	0.00
313	CTCP Đầu Tư Cầu Đường CII	70 Lữ Gia - P.15 - Q.11 - Tp.HCM	0.00
314	CTCP Đầu Tư Xây Dựng Lương Tài	173A Nguyễn Văn Trỗi - P.11 - Q.Phú Nhuận - Tp.HCM	0.00
315	CTCP MHC	Tòa nhà VINATEA - Số 92 Đường Võ Thị Sáu - Q.Hai Bà Trưng - HN	0.00
316	CTCP May Phú Thịnh - Nhà Bè	Số 13A Tổng Văn Trân - P.5 - Q.11 - Tp.HCM	0.00
317	CTCP Dịch Vụ Vận Tải Dầu Khí Cửu Long	186 Điện Biên Phủ - P.6 - Q.3 - TP.HCM	0.00
318	CTCP Phân Phối Khí Tháp Áp Dầu khí Việt Nam	PV Gas Tower - 673 Nguyễn Hữu Thọ H.Nhà Bè - HCMC	0.00
319	CTCP PGT Holdings	Số 31-33-35 Lê Anh Xuân - P.Bến Nghé - Q.1 - Tp.HCM	0.00
320	TCT Cổ Phần Khoan & DV Khoan Dầu Khí	Tòa nhà Sailling Tower - Số 111A Pasteur- Q.1 - Tp.HCM	0.00