

University of Groningen

Equitisation and stock-market development

Loc, T.D.

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version

Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:

2006

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):

Loc, T. D. (2006). *Equitisation and stock-market development: the case of vietnam*. [Thesis fully internal (DIV), University of Groningen]. s.n.

Copyright

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.

Samenvatting

In deze dissertatie worden twee belangrijke vraagstukken met betrekking tot het proces van economische hervorming in Vietnam behandeld, te weten de Vietnamese variant van privatisering (*equitisation*) en de ontwikkeling van de aandelenbeurs. Deze vraagstukken staan wederzijds met elkaar in verband in die zin dat *equitisation*, voor zover die ook tot een beursgang van de betrokken bedrijven leidt, de hoeveelheid te verhandelen aandelen op de beurs en daarmee het ontwikkelingspotentieel van de beurs vergroot, terwijl de beschikbaarheid van een goedwerkende beurs *equitisation* en een daaropvolgende beursgang aantrekkelijker kan maken.

Equitisation komt in het eerste deel van het proefschrift aan de orde. Het programma tot het doorvoeren van deze Vietnamese variant van privatisering start in 1992. Het programma bestaat uit twee fasen, een testfase (1992-1996) en een expansiefase daarna. Duidelijk is dat de meeste staatsbedrijven die zijn uitgekozen voor *equitisation* klein tot middelgroot zijn en dat strategische bedrijven nog niet in het programma zijn opgenomen. Opmerkelijk is dat, anders dan doorgaans in privatiseringsprogramma's in westerse landen het geval is, het resterende aandeel van de staat en *insiders* (werknemers en managers) in het aandelenkapitaal van de betrokken bedrijven zeer aanzienlijk is.

Waar het gaat om de invloed van *equitisation* op de prestaties van de betrokken bedrijven in Vietnam wordt gevonden dat de wintsevendheid (gemeten door de ratio's inkomen-voor-belasting/activa, inkomen-voor-belasting/verkoop en inkomen-voor-belasting/aandelenkapitaal) de efficiëntie (gemeten door de efficiëntie van reële verkoop en inkomensefficiëntie), de reële verkoop en het inkomen van werknemers toenemen na *equitisation*. Deze bevindingen zijn in overeenstemming met de groeiende hoeveelheid resultaten uit de internationale empirische literatuur dat bedrijven winstgevender en efficiënter worden na privatisering. In het geval van Vietnam is dit resultaat echter opmerkelijk in het licht van het gegeven dat in het proces van *equitisation* de staat en werknemers een aanzienlijk belang in de desbetreffende bedrijven behouden, terwijl in de literatuur de verbeterde prestaties van geprivatiseerde bedrijven veelal worden toegeschreven aan de controle door aandeelhouders van buitenaf (zie bij voorbeeld Earle en Estrin, 1996).

Verder maakt deze studie, in overeenstemming met de resultaten van Megginson *et al.* (1994), Boubakri & Cosset (1998), en D'Souza & Megginson (1999), melding van een toename in werkgelegenheid bij bedrijven na hun *equitisation*, hoewel de toename niet statistisch significant is. Deze uitkomst is in strijd met het model van

Boycko *et al.* (1996), waarin het positieve effect van privatisering op de prestaties van bedrijven voortkomt uit het corrigeren van overmatige arbeidsuitgaven. Een mogelijke verklaring voor de afwezigheid van een negatief werkgelegenheidseffect van *equitisation* in Vietnam is dat de werknemers een aanzienlijk belang in het aandelenkapitaal van de betrokken bedrijven bezitten en bijgevolg in staat zijn invloed uit te oefenen op de besluitvorming aangaande werkgelegenheid en lonen. Het is daarbij echter opmerkelijk dat de effecten op werkgelegenheid en loonhoogte niet schijnen te leiden tot negatieve effecten voor de winstgevendheid en efficiëntie. Dit kan erop wijzen dat de stijging van het inkomen van werknemers na de *equitisation* een positieve uitwerking heeft in de sfeer van prikkels om de arbeidsproductiviteit te doen stijgen.

De volgende stap in deze dissertatie is een poging de bronnen van de geconstateerde prestatieverbeteringen van bedrijven na *equitisation* te identificeren. Resultaten van dwarsdoorsnede-regressieberekeningen tonen significante negatieve effecten van de omvang van bedrijven op de verandering in hun winstgevendheid en efficiëntie, aldus de hypothese bevestigend dat kleine bedrijven flexibeler zijn in het noodzakelijke aanpassingsproces na *equitisation*. Aan de andere kant heeft de omvang van bedrijven een significante positieve invloed de verandering in werkgelegenheid bij bedrijven na *equitisation*. Vervolgens worden eigendomsverhoudingen en *corporate governance* neergezet als prominente determinanten van de prestatieverbeteringen van bedrijven na *equitisation*. De empirische resultaten laten een significant negatieve relatie zien tussen het percentage resterend staatseigendom en de verandering in de ratio inkomen-voor-belasting/verkopen en tussen het percentage resterend staatseigendom en de verandering in inkomensefficiëntie. Verder komt naar voren dat bedrijven waar de voorzitter van de raad van bestuur de staat vertegenwoordigt, een significant lagere toename in de reële verkopen, efficiëntie van de verkopen, inkomensefficiëntie en werkgelegenheid laten zien dan bedrijven waar de voorzitter van de raad van bestuur afkomstig is uit de private sector. In tegenspraak met wat zou worden verwacht, laten de resultaten een significant negatief effect zien van beursnotering op de verbetering in winstgevendheid en inkomensefficiëntie. Een beursnotering heeft echter een positieve invloed op de reële verkopen en de efficiëntie van de verkopen.

Over de gehele linie suggereren de resultaten van het empirische onderzoek in deze studie dat *equitisation* in Vietnam effectief is in de zin van het doen verbeteren van de prestaties van bedrijven bij de meeste indicatoren daarvoor. De prestatieverbeteringen zouden echter in principe ook toe te schrijven kunnen zijn aan de invloed van andere determinanten, zoals macro-economische ontwikkelingen. Door het hanteren van de *difference-in-difference* (DID)-methode is getracht te corrigeren voor deze mogelijke vertekening. De uitkomsten van de

DID-analyse suggereren dat de prestatieverbeteringen van bedrijven na *equitisation*, met name in de sfeer van de winstgevendheid, na te zijn gecorrigeerd voor de invloed van andere determinanten, nog steeds in verband kunnen worden gebracht met *equitisation*.

Wat betreft het tweede thema van dit proefschrift, de ontwikkeling van de aandelenbeurs in Vietnam, moet in de eerste plaats worden opgemerkt dat de Vietnamese aandelenbeurs een tamelijk recent fenomeen is; de beurs ging van start op 28 juli 2000. Onder invloed van een actief regeringsbeleid is de markt sindsdien aanzienlijk gegroeid in termen van het aantal beursgenoteerde bedrijven en de marktkapitalisatie. Nadat er oorspronkelijk slechts drie handelssessies per week zijn is er vanaf 1 maart 2002 sprake van dagelijkse handel, met twee handelssessies per dag. Ondanks deze ontwikkelingen is de beurshandel nog steeds te karakteriseren als dun.

Buitenlandse beleggers hebben de mogelijkheid gekregen op de beurs te opereren via effectenbedrijven. Het buitenlandse belang in Vietnamese beursgenoteerde bedrijven is echter gebonden aan een maximum van 30 %.

Het hoofdbestanddeel van het tweede deel van deze dissertatie betreft onderzoek naar de vraag of de Vietnamese aandelenmarkt efficiënt is in de zwakke vorm. De empirische bevindingen uit autocorrelatietoetsen op waargenomen opbrengsten verwerpen duidelijk de nulhypothese dat de marktindex en, in vier van de vijf onderzochte gevallen, de nulhypothese dat individuele aandelen een *random walk* vertonen. Wanneer de opbrengsten worden gecorrigeerd voor infrequente handel blijft deze bevinding in stand, zij het in minder uitgesproken mate. In dezelfde richting wijzen de resultaten van een *runs*-toets: bij zowel dagelijkse als wekelijkse opbrengsten van de marktindex en alle geselecteerde individuele aandelen (behalve bij de wekelijkse opbrengsten voor de Hai Phong Paper Joint-Stock Company) ondersteunen zij niet de nulhypothese van het bestaan van een *random walk*. Wanneer echter gecorrigeerde opbrengsten worden gebruikt, kunnen de resultaten van deze toets niet leiden tot een verwerping van de nulhypothese in het geval van de dagelijkse opbrengsten van de Hai Phong Paper Joint-Stock Company en de Long An Food Processing Export Company en in het geval van de wekelijkse opbrengsten van de Refrigeration Electrical Engineering Company en de Long An Food Processing Export Company. Verder verschaffen de Lo-MacKinley *variance-ratio*-toetsen onder zowel homoskedasticiteit als heteroskedasticiteit zowel voor waargenomen als gecorrigeerde opbrengsten empirisch bewijs dat moet leiden tot een verwerping van de *random-walk*-hypothese voor de marktindex en alle geselecteerde individuele aandelen.

In het algemeen kan worden gesteld dat het empirische onderzoek in deze dissertatie naar de efficiëntie van de Vietnamese aandelenmarkt in de zwakke vorm moet leiden tot de conclusie dat hiervan geen sprake is.

Deze uitkomst leidt tot de vervolgvraag of er in de Vietnamese aandelenbeurs sprake is van anomalieën in de prijsvorming, zoals dag-van-de-week- en overreactie-effecten. Dag-van-de-weekeffecten worden inderdaad gevonden. In een GARCH (1,1)-model wordt een negatief dinsdageffect gevonden; in een GARCH (1,1)-model waarin *dummy variables* voor de dag van de week worden toegevoegd aan de conditionele-variantievergelijkingen worden negatieve dinsdag- en donderdageffecten gevonden. Er worden geen aanwijzingen gevonden voor het bestaan van dag-van-de-weekeffecten in de sfeer van de volatiliteit van de Vietnamese aandelenbeurs.

Ten slotte kan worden vermeld dat er op de Vietnamese aandelenbeurs geen sprake lijkt te van overreactie. Daarentegen wordt een vertraagde reactie van de koersen op nieuwe informatie gevonden.

