**ĐÁNH GIÁ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY ĐẦU TƯ VỐN**

**NHÀ NƯỚC Ở VIỆT NAM**

***NCS Nguyễn Thanh Đoàn***

**TÓM TẮT**

*Nghiên cứu này so sánh tác động của sở hữu của SCIC nói riêng và sở hữu nhà nước nói chung đến hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu tại Việt Nam. Nghiên cứu này có hai điểm mới quan trọng: (1) đánh giá hiệu quả tài chính và phi tài chính của doanh nghiệp mục tiêu dưới tác động từ sở hữu của SCIC, trong khi các nghiên cứu trước chỉ xét hiệu quả về mặt tài chính, (2) nghiên cứu này xem xét tác động của một công ty quản lý vốn Nhà nước (SWF) đến hiệu quả của các doanh nghiệp trong nước, trong khi các nghiên cứu trước phân tích tác động của SWF đến hiệu quả của các doanh nghiệp cả trong và ngoài nước. Kết quả cho thấy sở hữu của SCIC có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính hơn so với sở hữu nhà nước. Trong khi đó, sở hữu SCIC có ảnh hưởng tiêu cực hơn đến hiệu quả phi tài chính so với sở hữu nhà nước. Kết quả này hàm ý SCIC đặt mục tiêu tài chính cao hơn các mục tiêu xã hội (phi tài chính) và đây có thể là lý do giải thích hiệu quả cao hơn về mặt tài chính của SCIC so với sở hữu nhà nước.*

**Từ khóa:** *Tổng công ty đầu tư vốn nhà nước - State Capital Investment Corporation –SCIC, Quỹ đầu tư quốc gia – Sovereign Wealth Fund - SWF, doanh nghiệp vốn nhà nước (SOE).*

**Abstract:**

*This study compares the impacts of the ownership of SCIC and state on the performance of target firms in Vietnam. In addition, the current study aims to extend the extant literature by examining the impact of sovereign wealth fund (SWF, in this case SCIC in Vietnam) on the performance of target firms in Vietnam. Previous studies only consider the influence of SWF on target firms’ operating performance without the consideration of the country where the target firms reside. Finally, the reseach investigates the influence of the ownership of SCIC and state on not only financial but non-financial performance of target firms, whereas previous research chiefly discusses financial impact of SWFs. The results show that SCIC ownership has a positive impact on target firms’ financial performance, compared to state ownership. However, SCIC ownership exerts a more negative impact on target firms’ non-financial performance, compared to state one. This finding implies that SCIC may prioritize financial indicators over non-financial (or social) ones. This could justify the reason why SCIC ownership has better financial but lower non-financial performance as opposed to state ownership.*

1. **Bối cảnh và vấn đề nghiên cứu**

Các công ty đầu tư vốn nhà nước (SWF) đã thành lập được hơn 5 thập kỷ, và những năm gần đây chứng kiến sự tăng vọt về số lượng cũng như quy mô. Với sự lớn mạnh như vậy, đầu tư của các quỹ này vào các doanh nghiệp mục tiêu ngày càng phổ biến, nên nhu cầu nghiên cứu ảnh hưởng của đầu tư của SWF đến doanh nghiệp mục tiêu ngày càng tăng lên. Một số nghiên cứu đã cho thấy các SWF có vai trò rất quan trọng đối với doanh nghiệp mục tiêu: không những bổ sung vốn cần thiết cho quá trình hoạt động và phát triển, mà còn tác động đến cơ cấu quản trị và giá trị doanh nghiệp mục tiêu. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu cho thấy chưa có kết quả thống nhất về các vai trò này, hàm ý sự phức tạp trong cơ chế hoạt động của các quỹ đầu tư SWF.

Các nghiên cứu trước đây về vai trò của quỹ đầu tư SWF xoay quanh thước đo về hiệu quả tài chính, do các tổ chức này quản lý vốn thay mặt các cơ quan nhà nước và thực hiện đầu tư vào các doanh nghiệp mục tiêu. Về mặt hiệu quả tài chính, các SWF không phải lúc nào cũng đầu tư hiệu quả và các loại SWF khác nhau có xu hướng đạt hiệu quả tài chính khác nhau. Vì thế, việc đánh giá vai trò về mặt tài chính của các SWF là cần thiết, nhằm xác định chiến lược đầu tư nào là hiệu quả, hoặc SWF với những đặc điểm nào thường có hiệu quả tài chính tốt hơn. Một vấn đề khác tồn tại lâu nay là mặc dù SWF thay mặt cơ quan nhà nước để đầu tư, chưa có nghiên cứu nào so sánh hiệu quả về mặt tài chính sở hữu của SWF nói riêng và sở hữu nhà nước nói chung ở các doanh nghiệp mục tiêu.

Hơn nữa, theo lý thuyết các bên liên quan, các doanh nghiệp nhà nước, trong đó có SWF, có xu hướng phải quan tâm nhiều hơn đến các đối tượng bên ngoài công ty, thay vì tập trung vào các chủ sở hữu và chủ nợ như các doanh nghiệp tư nhân. Một SWF có thể có hiệu quả tài chính tốt hơn so với sở hữu nhà nước nói chung, nhưng hiệu quả này có thể đòi hỏi những đánh đổi về mặt lợi ích xã hội. Do SWF được sở hữu bởi chính phủ các nước, việc đánh giá những đánh đổi trên thực tế giữa hiệu quả tài chính và phi tài chính sẽ giúp đưa ra những hàm ý quan trọng về việc quản lý SWF và cơ quan nhà nước nói chung, nhằm đảm bảo các thiệt hại xã hội gắn với những cải thiện trong hiệu quả tài chính của SWF là thấp nhất. Tuy nhiên, cho đến nay vẫn chưa có nghiên cứu xem xét hiệu quả về cả hai mặt tài chính và phi tài chính của SWF.

Tại Việt Nam, nhìn lại sau hơn 10 năm hoạt động của SCIC theo mô hình này, ta thấy phương thức quản lý vốn theo mô hình này đã dần thực hiện được việc tách bạch chức năng quản lý hành chính nhà nước cho một nhóm doanh nghiệp, xóa bỏ dần sự can thiệp hành chính của cơ quan quản lý nhà nước vào hoạt động sản xuất, kinh doanh của các doanh nghiệp này, chuyển hình thức quản lý vốn nhà nước sang hình thức đầu tư, kinh doanh vốn và cũng có tác động đến nhận thức và cách hoạt động của doanh nghiệp, đặc biệt trong quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước.Vốn điều lệ của SCIC đã tăng từ 5.000 tỷ đồng năm 2005 lên 15.000 tỷ đồng năm 2009 và tăng lên 85.082 tỷ đồng năm 2018, với doanh thu năm 2018 là 12.709 tỷ đồng. Mặc dù đạt được một số thành tựu nhất định, thực tiễn hoạt động của SCIC còn nhiều tồn tại. Số vốn mặc dù tăng mạnh qua thời gian, nhưng trên thực tế để sử dụng số vốn nhà nước này SCIC còn chịu rất nhiều ràng buộc từ cơ chế đầu tư hiện tại. Số liệu chi tiết về kết quả các hoạt động đầu tư của SCIC cũng không được công bố ra công chúng, mà chỉ có một vài chỉ tiêu cơ bản được công khai, vì thế tính minh bạch khá yếu kém.

Với quy mô vốn do SCIC quản lý ngày càng tăng và thực tiễn tại Việt Nam cho thấy còn những tồn tại, vướng mắc của mô hình tổng công ty đầu tư vốn nhà nước SCIC, việc đánh giá vai trò của SCIC và nhà nước ở những công ty mục tiêu sẽ mang lại nhiều ý nghĩa quan trọng. Mặt khác, tiêu chí đánh giá hiệu quả của các SWF cũng như SCIC trước đây thường chỉ tập trung quanh các chỉ tiêu tài chính, trong khi các SWF có chủ sở hữu là chính phủ các nước, nên hiệu quả xã hội cũng cần được xem xét để có cái nhìn toàn diện hơn về hoạt động của các SWF, trong đó có SCIC.

Nghiên cứu này xem xét hiệu quả của SCIC cả về mặt tài chính và phi tài chính (còn gọi là hiệu quả xã hội) nhằm giải quyết khoảng trống nghiên cứu trên. Đồng thời, thông qua so sánh với các nghiên cứu trước về hiệu quả của các doanh nghiệp SWF khác, nghiên cứu sẽ rút ra nhận định liệu SCIC có đầu tư hiệu quả hay không.

**2. Cơ sở lý thuyết**

**2.1. Các định nghĩa**

***Quỹ đầu tư quốc gia (SWF)***

Nhìn chung có nhiều định nghĩa cho công ty đầu tư vốn nhà nước (còn gọi là Quỹ đầu tư quốc gia – Sovereign Wealth Fund - SWF) nên không có định nghĩa nào được chấp nhận một cách thống nhất, nhưng nhìn chung Quỹ này có những đặc điểm chính như sau. Quỹ đầu tư quốc gia là quỹ (SWF) do nhà nước sở hữu, đầu tư vào các tài sản thực và tài sản tài chính, như cổ phiếu, trái phiếu, bất động sản, kim loại quý, các quỹ đầu tư mạo hiểm và quỹ tư nhân. Các SWF có thể đầu tư trên khắp thế giới. Hầu hết các SWF được tài trợ bởi các nguồn thu từ xuất khẩu hàng hóa hoặc từ nguồn dự trữ ngoại hối tại ngân hàng trung ương. Ngoài ra cũng có các trường hợp SWF được tài trợ bằng các nguồn là thặng dư ngân sách chính phủ hoặc các nguồn quỹ hưu trí (Butt và cộng sự, 2008). Các nguồn dự trữ này được dành riêng cho mục đích đầu tư nhằm làm lợi cho nền kinh tế của một quốc gia và dân chúng. Tính từ năm 2005 cho đến nay, có hơn 40 SWF được thành lập, và số vốn được quản lý bởi các SWF trong năm 2019 lên đến hơn 3.400 tỷ USD (SWFI).

Theo tổ chức SWFI, mỗi SWF có mục tiêu riêng, nhưng nhìn chung có thể tóm thành một số mục tiêu sau: (1) Tài trợ cho các dự án xã hội hay kinh tế để gia tăng tăng trưởng và giải quyết việc làm; (2) Tăng quyền lực chính trị cho các chính trị gia và tăng khả năng nhận phiếu bầu của cử tri; (3) Tạo điều kiện cho vốn tăng trưởng của các doanh nghiệp trong nước; (4) Bảo vệ nền kinh tế khỏi sự biến động quá mức do doanh thu hoặc xuất khẩu; (5) Cung cấp sự ổn định chống biến động giá dầu.

***Công ty đầu tư tài chính nhà nước***

Công ty đầu tư tài chính nhà nước (công ty đầu tư vốn nhà nước) thay mặt nhà nước nắm giữ quyền sở hữu vốn nhà nước đầu tư tại doanh nghiệp, thông qua việc thực hiện quyền sở hữu vốn để tham gia vào các quyết sách quan trọng của doanh nghiệp trong việc sử dụng vốn đầu tư của nhà nước với tư cách chủ sở hữu theo pháp luật quy định; lựa chọn và quyết định các lĩnh vực đầu tư; thực hiện giám sát và kiểm tra các hạng mục đầu tư quan trọng, tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp có sử dụng vốn đầu tư của nhà nước…Công ty đầu tư tài chính nhà nước tham gia thẩm định các dự án, công trình, tài sản được đầu tư bằng vốn nhà nước. Thực hiện chức năng tư vấn hỗ trợ, cung cấp thông tin nhằm phục vụ cho các thành phần kinh tế, đặc biệt là các doanh nghiệp nhà nước. Huy động vốn thông qua các hình thức phát hành chứng khoán, bán thương phiếu của doanh nghiệp nhà nước, vay của các tổ chức tín dụng trong và ngoài nước. Đảm bảo hoạt động chu chuyển vốn của doanh nghiệp nhà nước một cách linh hoạt gắn với kinh doanh tiền tệ trên cơ sở tham gia thị trường tài chính, tín dụng thị trường vốn, thị trường chứng khoán.

**2.2. Các lý thuyết căn bản liên quan đến mô hình và hiệu quả hoạt động công ty đầu tư vốn nhà nước**

***2.2.1. Lý thuyết quyền sở hữu (Demsetz, 1967)***

Lý thuyết về quyền sở hữu (còn gọi là lý thuyết người đại diện) dựa trên giả định cơ bản là tồn tại mâu thuẫn về lợi ích giữa người chủ và người đại diện. Mối quan hệ giữa người chủ - người đại diện có thể bị ảnh hưởng bởi các vấn đề cơ bản thuộc về cách thức giao quyền, các mức thưởng về mặt tài chính dựa trên hiệu quả công việc. Các giải pháp để xử lý các xung đột này là tạo ra các cơ chế về tiền lương và thưởng căn cứ vào hiệu quả làm việc hướng đến các chế độ chia sẻ lợi nhuận làm ra, các kế hoạch cổ phiếu cho các giám đốc, tư vấn và đào tạo để phát triển năng lực của người đại diện. Các yếu tố này giúp giảm mâu thuẫn về lợi ích giữa người chủ và đại diện.

Liên quan đến các SWF, khung phân tích về lý thuyết người đại diện được replicate ba loại mâu thuẫn. Vì tài sản là nguồn của nhà nước, nên chủ sở hữu thực sự của tài sản của SWF là công dân của quốc gia tài trợ cho SWF, là chủ tài sản mà các quan chức chính phủ là người đại diện. Do đó, chỉ có nhờ trách nhiệm về mặt đạo đức và mặt nghề nghiệp của các quan chức chính phủzs làm cho các SWF có lời và tăng trưởng, nhờ đó gián tiếp giúp nền kinh tế trong nước phát triển. Mối quan hệ mâu thuẫn thứ hai về người chủ - người đại diện là giữa các cấp quản lý của SWF và nhân viên của SWF. Điều này là do các viên chức chính phủ này có thể không có chuyên môn quản lý và vận hành quỹ đầu tư, nên họ thường thuê các nhân viên hoặc nhà quản lý chuyên nghiệp bên ngoài để thuê nhằm điều hành SWF. Cuối cùng, mâu thuẫn xảy ra giữa SWF và doanh nghiệp mục tiêu nhận đầu tư của SWF. Các doanh nghiệp mục tiêu nhận đầu tư của SWF, và SWF nhận được lợi vốn (capital gain), cổ tức.

Vận dụng lý thuyết người đại diện, có thể thấy trong ba mối quan hệ này đều xuất hiện mâu thuẫn giữa hai bên người chủ và người đại diện và cơ chế kiểm soát là cần thiết để giảm thiểu các xung đột đó. Các nghiên cứu như Ghoshal và Moran (1996), Huse (2005) cho rằng lý thuyết người đại diện cho phép các mâu thuẫn xảy ra, thay vì cung cấp các giải pháp nhằm giải quyết các mâu thuẫn này. Tuy nhiên, có thể thấy vai trò của lý thuyết người đại diện là cung cấp các khái niệm cơ bản nhằm tăng sự hiểu biết đối với các vấn đề về mâu thuẫn giữa người chủ và người đại diện. Về bản chất, vai trò của SWF có thể giúp xoa dịu căng thẳng giữa người dân (là chủ thực sự của các SWF) và những quan chức chính phủ (người đại diện). Cụ thể, nếu tính minh bạch và hợp pháp của SWF gia tăng và tài sản của người dân được SWF đầu tư hợp lý có thể giải quyết các vấn đề trong nước và còn giúp phát tín hiệu về tăng trưởng của kinh tế trong nước.

***2.2.2. Lý thuyết các bên liên quan (Freeman, 1984)***

Theo lý thuyết các bên liên quan nhiệm vụ hàng đầu của các doanh nghiệp là tạo ra lợi ích cho các cổ đông của họ và trong quá trình đó cũng làm hài lòng nhân viên, nhà cung cấp và người tiêu dùng. Mặt khác, khái niệm về lý thuyết các bên liên quan do Freeman (1984) đưa ra cho thấy rằng ngoài các bên liên quan trực tiếp kể trên, còn có các bên liên quan khác các doanh nghiệp cũng phải xem xét trong hoạt động và quản lý các mối quan hệ của họ như cơ quan chính phủ, nhóm chính trị, nhóm áp lực (như nhà vận động, hiệp hội thương mại), nhân viên tiềm năng, người tiêu dùng tiềm năng, cộng đồng nơi doanh nghiệp hoạt động và thậm chí đối thủ trong ngành của họ.

Cách tiếp cận của lý thuyết các bên liên quan gắn tầm quan trọng của tài nguyên nội bộ và yếu tố bên ngoài vào các nhóm hữu quan và đánh giá khả năng gây áp lực của các yếu tố này đến doanh nghiệp. Mối quan hệ giữa các bên liên quan với các tổ chức có thể được kiểm tra bằng cách phân tích tính tương thích về lợi ích và sự cần thiết của các kết nối (Friedman và Miles, 2002). Do đó, các bên liên quan có thể ảnh hưởng đến việc ra quyết định của tổ chức và ngược lại, các quyết định và chính sách của tổ chức có thể ảnh hưởng đến nhóm các bên liên quan cụ thể (Clarkson, 1995).

Việc quản lý các bên liên quan và ra quyết định khác nhau giữa các công ty tư nhân và các cơ quan chính phủ. SWF sẽ có các tiêu chí khác nhau về vấn đề này vì mục tiêu chính của họ là cải thiện nền kinh tế và danh mục tài sản của quốc gia để tăng trưởng và lợi nhuận. SWF quan tâm đến sáu bên liên quan chính: chính phủ, công dân và ngành công nghiệp của quốc gia; công ty, chính phủ và cộng đồng đầu tư nước nhận đầu tư của SWF. Quyết định quản lý trong bối cảnh của SWF phải cân nhắc làm sao lợi ích của sáu bên liên quan này được duy trì. Tiêu chí này cho phép phát triển các cơ chế quản trị và minh bạch. Nghĩa vụ chính đối với SWF là công dân của quốc gia tài trợ của họ; lợi ích của họ tương tự như các nhà đầu tư hoặc cổ đông trong các công ty tạo ra lợi nhuận tư nhân vì công dân là chủ sở hữu thực sự của SWF.

***2.2.3. Lý thuyết phục vụ (Bernstein và cộng sự, 2009)***

Lý thuyết người đại diện chủ yếu nói về các mâu thuẫn giữa người chủ và người đại diện. Trong khi đó, lý thuyết phục vụ cho rằng khi người đại diện (các giám đốc) được trao quyền và không phải tuân theo các chỉ dẫn hay phải chịu sự giám sát của người chủ, thì người đại diện sẽ thực thi quyền hành của mình một cách có trách nhiệm, như thể họ chính là người nắm giữ tài sản (Barney và Hesterly, 2008). Nguyên tắc này cũng giống như nguyên tắc được vận dụng trong cách vận hành của các quỹ phòng hộ: các nhà đầu tư (người chủ) hoàn toàn tin tưởng các giám đốc quỹ đối với các khoản đầu tư của mình.

Liên quan đến SWF, lý thuyết này có thể được vận dụng: các công dân tin tưởng chính phủ sẽ quản lý tài sản của các công dân một cách có trách nhiệm, tiếp đến, các quan chức chính phủ trông cậy vào các nhân viên hoặc tổ chức được thuê sẽ hành động một cách có trách nhiệm đối với tài sản của chính phủ (Bernstein và cộng sự, 2009). Tóm lại, lý thuyết phục vụ cho rằng người chủ sẽ hài lòng bởi một hoặc nhiều người đại diện (Davis và cộng sự, 1997) và các giám đốc (người đại diện) không có các hành vi tư lợi gây phương hại đến quyền lợi của người chủ.

Như vậy, có thể thấy các mục tiêu của người chủ và người đại diện không khác nhau theo lý thuyết phục vụ. Tuy nhiên, mâu thuẫn có thể xảy ra nếu trong thực tế các quyết định đầu tư của người phục vụ trở thành không sinh lời. Ví dụ, các SWF của khu vực Vùng Vịnh đã lỗ mất 100 tỷ USD khi đầu tư vào ngành ngân hàng trong giai đoạn 2007-2009. Nếu người chủ và người đại diện có thể hòa giải các mâu thuẫn phát sinh từ các khoản đầu tư lỗ thì vẫn có thể tiếp tục tin tưởng nhau. Thực vậy, lý thuyết phục vụ chỉ có thể thành công nếu người chủ chấp nhận tính tự chịu trách nhiệm của người đại diện và thực hiện giao quyền triệt để vì mục đích lợi ích cho tổ chức (Barney và Hesterly, 2008). Vận dụng lý thuyết phục vụ vào bối cảnh của SWF, người dân kỳ vọng chính phủ và ngân hàng trung ương (tập thể người đại diện) có thể hoạt động cùng vì lợi ích của quốc gia. Thành công của các SWF ở Na Uy, Trung Quốc, Singapore là nhờ các ngân hàng trung ương đã có vai trò tích cực trong việc quản lý SWF, tạo các hành lang pháp lý phù hợp cho các hoạt động của SWF (Anderson, 2009).

**3. Giả thuyết, mô hình và phương pháp nghiên cứu**

**3.1. Các nghiên cứu thực nghiệm về hiệu quả đầu tư của SWF**

***3.1.1. SWF trên thế giới***

Là các thực thể thuộc sở hữu nhà nước, SWF được tổ chức và quản lý theo cách khác với các quỹ đầu tư lớn của khu vực tư nhân. Một mặt, việc các SWF quan tâm đến các mục tiêu chính trị ngoài mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận có thể khiến họ hành động khác với các nhà đầu tư tổ chức khác. Ví dụ, SWF có thể sử dụng các khoản đầu tư ở nước ngoài nhằm đóng góp cho sự phát triển kinh tế ở nước họ. Để đạt được các mục tiêu chính trị này, SWF có thể ảnh hưởng đến chiến lược của công ty danh mục đầu tư theo cách không phù hợp, nên làm giảm giá trị cho cổ đông. Ví dụ, bằng cách mua một lượng cổ phần lớn trong các doanh nghiệp mục tiêu, SWF có thể lất át các cổ đông thiểu số và theo đuổi các lợi ích khác ngoài tối đa hóa hiệu suất danh mục đầu tư. Nếu SWF sử dụng danh mục đầu tư của họ chủ yếu để đạt được các mục tiêu chính trị và xã hội, chúng ta có thể kỳ vọng về một mối quan hệ tiêu cực giữa giá trị doanh nghiệp và quyền sở hữu SWF.

Mặt khác, SWF có thể có một số ưu thế hơn các loại nhà đầu tư tổ chức khác. SWF có thể tăng hiệu suất và giá trị của các doanh nghiệp mục tiêu bằng cách mở cửa cho các thị trường mới (quốc gia chính phủ sở hữu SWF) và giúp họ tiếp thị sản phẩm tại thị trường quê nhà. Hơn nữa, nhiều SWF, do đặc điểm không quá quan tâm đến khả năng thanh khoản, có thời hạn đầu tư dài hơn nhiều so với các nhà đầu tư truyền thống. Chân trời đầu tư dài hạn này có thể giúp ích đáng kể cho một số công ty bằng cách nới lỏng các hạn chế tài chính, từ đó cho phép họ thực hiện các khoản đầu tư đầy hứa hẹn với các khoản phải thanh toán trong thời hạn dài hơn. Nếu những lợi thế đó là quan trọng, chúng ta nên quan sát mối quan hệ tích cực giữa quyền sở hữu SWF với giá trị và hiệu suất của công ty.

Một số nghiên cứu thực nghiệm cho thấy các SWF có thể theo đuổi các mục tiêu phi thương mại như thúc đẩy phát triển kinh tế nước nhà hoặc tiếp tục phát triển các lợi ích mang tính chiến lược cho quốc gia của mình (Bortolotti và cộng sự, 2009). Các SWF sẽ đầu tư khác với các tổ chức đầu tư lớn như quỹ hưu trí, quỹ tương hỗ và quỹ phòng hộ. Một câu hỏi tự nhiên được đặt ra là liệu SWF có thể và có đạt được lợi tức đầu tư tương tự như các nhà đầu tư tổ chức khu vực tư nhân này hay không. Một số các nghiên cứu thực nghiệm, được tóm tắt trong Megginson và Netter (2001) và Estrin, Hanousek, Kočenda và Svejnar (2009), cho thấy các bằng chứng mạnh mẽ rằng các SWF thường là những người quản lý điều hành tồi và hiệu suất công ty cải thiện với tư nhân hóa, nhưng có rất ít nghiên cứu xem liệu các quốc gia có thể là nhà đầu tư tạo ra giá trị.

Theo Raymond (2008) khi một SWF đầu tư vào doanh nghiệp mục tiêu có thể dẫn đến ba kết quả khác nhau. Thứ nhất, cổ phiếu của công ty mục tiêu chỉ phản ứng theo sự biến động của thị trường cổ phiếu toàn cầu. Điều này có nghĩa là SWF không có bất kỳ ảnh hưởng nào đến một công ty. Điều này thường xảy ra trong trường hợp SWF đó mua cổ phần nhỏ. Khả năng thứ hai là đầu tư có tác động ngắn hạn đến các công ty mục tiêu, đặc biệt trong trường hợp mua một lượng cổ phần lớn. Kết quả cuối cùng có thể xảy ra là giá cổ phiếu của các công ty có thể bị ảnh hưởng dài hạn. Kết quả này có thể xảy ra do kết quả của kỳ vọng thị trường mà các SWF sẽ có ảnh hưởng đến cấu trúc quản trị công ty và lợi nhuận của nó. Nghiên cứu của Raymond (2008) đã thể hiện khá đầy đủ các khả năng ảnh hưởng của đầu tư SWF đến giá trị doanh nghiệp và cho thấy các tác động khác nhau trong các hoàn cảnh khác nhau.

Kotter và Lel (2011) đã sử dụng một danh mục gồm 417 khoản đầu tư của SWF vào các công ty niêm yết trong khoảng thời gian từ 1980 – 2009 nhận thấy rằng các khoản đầu tư SWFs mang lại lợi nhuận ban đầu khoảng 2,25%, đặc biệt đối với các công ty mục tiêu minh bạch hơn và gặp khó khăn về tài chính. Điều này là do SWF được kỳ vọng sẽ cung cấp nguồn tài trợ lớn cho các doanh nghiệp này. Những phát hiện này được hỗ trợ bởi Dewenter và cộng sự (2010), khi họ báo cáo rằng các công ty được hưởng lợi từ các khoản đầu tư của SWFs với lợi nhuận vượt mức, 1,52% trong khung sự kiện (-1, +1) khi mua cổ phiếu. Tuy nhiên, Megginson và cộng sự. (2013) cho rằng mặc dù cả SWF và các thực thể tư nhân khác đều có hiệu ứng thông báo tích cực liên quan đến lợi nhuận bất thường, các thực thể tư nhân vẫn có tác động tích cực hơn so với SWF. Thống nhất với quan điểm trên, Megginson và Fotak (2015) cho thấy mặc dù đầu tư của SWF có tác động làm tăng giá cổ phiếu lên khoảng 1-3%, nhưng mức này vẫn thấp hơn đáng kể so với 5% là mức lợi nhuận bất thường khi đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân vào doanh nghiệp mục tiêu được công bố.

Nghiên cứu được thực hiện bởi Anderloni và Vandone (2012) chỉ ra rằng các ngân hàng khi nhận được đầu tư SWF thường có tỷ lệ an toàn vốn tốt hơn sau cuộc khủng hoảng tài chính 2008 so với các ngân hàng khác không nhận được đầu tư SWF. Hơn nữa, theo Bertoni và Lugo (2014), các công ty được hưởng lợi từ đầu tư SWF, bằng cách giảm phí hoán đổi rủi ro tín dụng. SWF có tác động tích cực ngắn hạn đáng kể đến các công ty mục tiêu. Soji và Tham (2011) giải thích tác động ngắn hạn tích cực này bằng cách chỉ ra rằng thị trường làm tăng kỳ vọng của họ về mặt giám sát doanh nghiệp thông qua SWF, trong khi Kotter và Lel (2009) cho ảnh hưởng tích cực trong ngắn hạn chủ yếu là do hiệu ứng thanh khoản được tạo ra khi SWF mua cổ phiếu doanh nghiệp.

Về tác động lâu dài của SWF, Knill và cộng sự (2012) cho rằng SWF có tác động làm giảm suất sinh lời cũng như biến động trong suất sinh lời của doanh nghiệp mục tiêu trong khung thời gian 5 năm. Ngoài ảnh hưởng ngắn hạn của họ, Kotter và Lel (2011) thấy rằng các khoản đầu tư SWF không có ảnh hưởng đến lợi nhuận, quản trị và tăng trưởng của các công ty trong ba năm sau khi đầu tư. Chhaochharia và Laeven (2009) cũng ghi nhận hiệu quả đầu tư kém trong dài hạn cho các công ty mục tiêu nhận đầu tư từ SWF.

Gangi và cộng sự (2018) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến lựa chọn đầu tư của các SWF, và tác động của đầu tư của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu. Các SWF được phân loại dựa vào phạm vi và nguồn gốc của nguồn vốn của SWF. Kết quả cho thấy các công ty SWF có nguồn vốn từ tiết kiệm, quỹ dự trữ và các quỹ phi hàng hóa có xu hướng chọn các doanh nghiệp mục tiêu có hiệu quả tốt. Ngoài ra, ảnh hưởng của SWF cũng khác nhau tùy thuộc loại SWF. SWF có nguồn vốn từ tiết kiệm và quỹ dự trữ có vai trò tương đối thụ động trong quản lý danh mục đầu tư. Trong khi đó, các quỹ có nhiều mục tiêu và quỹ phát triển có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu. Tóm lại, kết quả cho thấy SWF có các tiêu chí chọn doanh nghiệp khác nhau, cũng như mức độ chủ động trong việc quản lý danh mục đầu tư khác nhau.

Park và cộng sự (2018) xem xét tác động dài hạn của SWF đến giá trị, độ biến động của suất sinh lời, cũng như rủi ro sập giá. Thống nhất với các nghiên cứu về tác động dài hạn, đầu tư của SWF thường có hiệu quả thấp hơn so với chỉ số chứng khoán của thị trường trong dài hạn. Yếu tố pháp lý bảo vệ cổ đông tại quốc gia nhận đầu tư cũng có ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa đầu tư của SWF và hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu. Cụ thể, các tác giả cho thấy đầu tư của SWF có tác động làm bình ổn giá cổ phiếu trong quốc gia có mức độ bảo vệ quyền lợi cổ đông thấp. Trong giai đoạn không phải khủng hoảng thì đầu tư của SWF làm tăng khả năng sập giá cổ phiếu của doanh nghiệp mục tiêu, nhưng trong giai đoạn khủng hoảng thì ngược lại.

Về phương pháp nghiên cứu, các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của đầu tư SWF có thể được phân thành hai nhóm: nhóm nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để kiểm tra tác động định giá ngắn hạn và dài hạn của đầu tư SWF và những nghiên cứu sử dụng các phương pháp khác để đánh giá tác động của các khoản đầu tư SWF.

Tóm lại, các nghiên cứu về tác động của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu cho ra các kết quả không thống nhất, khi tích cực và khi tiêu cực, hoặc có trường hợp không có ý nghĩa thống kê. Ngoài ra, tác động trong dài hạn cũng khác với tác động trong ngắn hạn. Do đó, có thể thấy tác động của SWF khá phức tạp, có thể do các SWF không chỉ có mục tiêu lợi nhuận mà còn có các mục tiêu phục vụ lợi ích xã hội của quốc gia cung cấp vốn cho SWF. Với những kết quả đa dạng về hiệu quả của SWF như trên, việc tiếp tục triển khai nghiên cứu của hiệu quả của SWF cũng như lý do dẫn đến hiệu quả thấp hay cao thực sự cần thiết.

***3.1.2. Các nghiên cứu về SCIC tại Việt Nam***

Đầu tiên các nghiên cứu về công ty đầu tư vốn nhà nước (SCIC) khá hạn chế tại Việt Nam. Các nghiên cứu định lượng xem xét hiệu quả đầu tư của SCIC theo lược khảo của tác giả là không có và chủ yếu chỉ có các mục tổng hợp báo cáo về hiệu quả đầu tư không có hiệu quả cao từ Kiểm toán nhà nước, như trong năm 2017. Theo đó, danh mục đầu tư của SCIC chưa hợp lý và tài sản được đầu tư chủ yếu là tiết kiệm ở ngân hàng, còn các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp được đánh giá là mang hiệu quả thấp.

Đinh Bảo Ngọc (2016) sử dụng mẫu gồm 65 khoản đầu tư của các SWF trên thế giới và phương pháp nghiên cứu sự kiện trong giai đoạn 2003-2014. Kết quả nghiên cứu cho thấy tác động tích cực từ thông tin đầu tư của SWF đến giá trị doanh nghiệp mục tiêu, và tác động này mạnh hơn đối với những khoản đầu tư ở Việt Nam, một quốc gia đang phát triển. Tác giả cho rằng điều này là do các thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển không có hiệu quả và bất cân xứng thông tin cao hơn, nên mức độ nhận biết của nhà đầu tư ở Việt Nam về SWF và tác động của SWF đến giá trị doanh nghiệp còn hạn chế. Đó là lý do phản ứng tích cực sẽ mạnh hơn so với ở các thị trường chứng khoán phát triển. Tuy nhiên, mẫu nghiên cứu sự kiện chỉ là 5 công ty mục tiêu tại Việt Nam nên nhận định này có thể không mang tính tin cậy cao. Ngoài ra, thống nhất với các nghiên cứu trước, tác giả này cho thấy tỷ suất lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy (CAAR) của cổ phiếu doanh nghiệp mục tiêu nhận được đầu tư của các SWF có tính minh bạch thông tin cao hơn CAAR của các cổ phiếu mà SWF ít minh bạch thông tin đầu tư.

Phạm Thị Hương (2016) phân tích cơ chế quản lý, đầu tư kinh doanh vốn nhà nước tại SCIC. Phương pháp nghiên cứu của tác giả này chỉ là tổng hợp các báo cáo của SCIC và kiểm toán nhà nước, và đưa ra nhận định là hiệu quả hoạt động của SCIC chưa cao vì cơ chế chính sách thiếu cập nhật, thiếu vốn bằng tiền, và người đại diện phần vốn nhà nước cũng như tình hình quản trị doanh nghiệp còn yếu. Tác giả còn cho thấy danh mục đầu tư của SCIC gồm nhiều ngành nghề đa dạng, các doanh nghiệp có khác biệt lớn về quy mô (nhưng đa số là công ty quy mô nhỏ) và có khó khăn về tài chính. Về cơ chế quản trị doanh nghiệp, SCIC đóng vai trò như cổ đông tích cực thông qua ủy quyền người đại diện, có tham gia ý kiến tại các đại hội cổ đông, biểu quyết thông qua các phương án kinh doanh của doanh nghiệp.

Điều này phù hợp với nhận định rằng SCIC phát huy vai trò quyền cổ đông năng động của nhà nước, hỗ trợ tái cơ cấu nâng cao hiệu quả hoạt động và xử lý tồn tại của các doanh nghiệp SCIC có đầu tư. Tuy vậy, Phạm Thị Hương (2016) cho rằng trách nhiệm và địa vị pháp lý người đại diện phần vốn nhà nước tại DN chưa được rõ ràng, và quyền lợi người đại diện chưa gắn kết với sự phát triển của doanh nghiệp.

Phạm Phú Quốc (2015) cũng thảo luận về công ty quản lý vốn nhà nước, nhưng đối tượng là công ty TNHH MTV của thành phố Hồ Chí Minh (HFIC). Tác giả cho rằng HFIC đã có kết quả hoạt động khá tốt, nhưng một số tồn tại cần được khắc phục để có thể nâng cao hiệu quả hơn. Các giải pháp về cơ chế nâng cấp quản lý phù hợp, thực hiện vai trò doanh nghiệp nhà nước, tăng mức đồng bộ và hệ thống của hệ thống luật pháp, cơ chế quản trị về quyền và trách nhiệm của người đứng đầu trong các công ty TNHH MTV chưa rõ ràng và thiếu tính minh bạch.

Lê Thị Thanh (2011) đã đúc kết các hiểu biết về công ty quản lý vốn nhà nước thành sách chuyên khảo. Tuy nhiên, nghiên cứu này cũng chỉ mang tính chất tổng hợp các văn bản pháp lý về cơ chế hoạt động và đầu tư của công ty quản lý vốn. Theo Lê Thị Thanh (2011), chủ sở hữu là chủ của các nguồn lực, trong doanh nghiệp họ là chủ sở hữu doanh nghiệp và các cổ đông. Hội đồng quản trị (HĐQT) thường bao gồm các cổ đông lớn nắm cổ phiếu của doanh nghiệp, HĐQT là đại diện trực tiếp của chủ sở hữu doanh nghiệp. Còn người đại diện là người được ủy quyền (được thuê) của chủ sở hữu nguồn lực và được chủ sở hữu nguồn lực trao một số quyền quản lý nhất định đối với nguồn lực của chủ sở hữu nhằm phục vụ lợi ích của chủ sở hữu. Cụ thể trong các doanh nghiệp, các giám đốc, quản lý và người làm công là người được ủy quyền (được thuê) để tối đa hóa lợi nhuận từ doanh nghiệp cho chủ sở hữu.

**3.2. Giả thuyết nghiên cứu**

Các nghiên cứu trước đây về SWF trên thế giới đã những đóng góp có giá trị cho lý luận và thực tiễn. Các nghiên cứu đã chỉ ra tác động đáng kể của SWF đến các doanh nghiệp mục tiêu nhận đầu tư của SWF. Lược khảo về các nghiên cứu trước cho thấy các công trình về SWF trên thế giới cũng khá hạn chế, đặc biệt là các nghiên cứu tại Việt Nam (Đinh Bảo Ngọc, 2016). Các nghiên cứu đa số chỉ ra tác động tiêu cực của SWF, nhưng tác động này chủ yếu chỉ xét đối với các doanh nghiệp mục tiêu trên khắp thế giới, **chưa có nghiên cứu xem xét vai trò của SWF đối với các doanh nghiệp thuộc chính quốc gia sở hữu SWF đó.**

Thứ hai, trong bối cảnh Việt Nam, đặc biệt là SCIC được cho là còn nhiều hạn chế, nhưng các nghiên cứu về SCIC cho đến nay vẫn chưa nhiều, và chưa có các nghiên cứu vận dụng các mô hình thống kê định lượng nhằm xem xét yếu tố nào có tính thống kê giải thích được quyết định đầu tư cũng như hiệu quả đầu tư của SCIC. **Các nghiên cứu tại Việt Nam chưa tách bạch sở hữu nhà nước với sở hữu cụ thể của SCIC, trong khi đặc thù SCIC là một SWF, nắm trong tay vốn nhà nước, thì động cơ đầu tư sẽ khác với sở hữu nhà nước** về trung bình. Việc phân tích tác động đặc thù SCIC là cần thiết, cũng như những nhân tố ảnh hưởng đến sở hữu của riêng SCIC ở các doanh nghiệp Việt Nam. **Cho đến nay, vẫn chưa có nghiên cứu so sánh tác động của SCIC và sở hữu nhà nước nói chung.** Mặc dù có thể dự đoán SCIC có hiệu quả tốt hơn so với sở hữu nhà nước thông thường, nhưng chưa có nghiên cứu thực nghiệm về kết quả này. Nếu có bằng chứng rõ ràng sẽ giúp đưa ra các hàm ý phù hợp hơn với thực tiễn. Nghiên cứu này đưa ra giả thuyết về tác động tích cực hơn của SCIC đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp mục tiêu theo lý thuyết sở hữu, cũng như theo thực tiễn nhiệm vụ của SCIC là quản lý vốn đầu tư của nhà nước Việt Nam.

**Giả thuyết 1: Sở hữu của SCIC có tác động tốt hơn đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp mục tiêu so với sở hữu của Nhà nước nói chung.**

Thứ ba, các SWF do được sở hữu bởi nhà nước nên ngoài nhiệm vụ mang lại lợi nhuận tài chính còn có các nhiệm vụ xã hội, phục vụ mục tiêu chính trị hay chiến lược. Các mục tiêu này chủ yếu có thể thực hiện đối với các doanh nghiệp nội địa, mà không phải các doanh nghiệp ở quốc gia khác. Cho đến nay, theo lược khảo của tác giả, các nghiên cứu về hiệu quả của SWF chỉ xoay quanh hiệu quả đầu tư thể hiện qua suất sinh lời từ các doanh nghiệp nhận đầu tư mà không tách bạch giữa doanh nghiệp ở nơi SWF được thành lập hay nơi SWF đầu tư vào (thông qua nghiên cứu sự kiện, hoặc qua hồi quy đa biến với biến giải thích là sở hữu của SWF và biến phụ thuộc là suất sinh lời hay các thước đo về hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp này).

Nếu các SWF có các mục tiêu khác ngoài tối đa hóa lợi nhuận như các doanh nghiệp tư nhân thì các chỉ tiêu về hiệu quả cần được đánh giá ngoài chỉ tiêu về tài chính. Tuy nhiên, theo lược khảo của tác giả, cho đến nay chưa có nghiên cứu nào so sánh tác động của SWF sử dụng một bộ các chỉ tiêu bao gồm cả mặt tài chính và các phương diện phi tài chính. Một SWF có thể có hiệu quả không tốt về mặt tài chính nếu nó chủ yếu phục vụ cho mục tiêu kinh tế xã hội, lợi ích của quốc gia. Nghiên cứu về tác động của SWF đến doanh nghiệp mục tiêu sử dụng bộ chỉ tiêu toàn diện hơn sẽ mang lại nhiều hàm ý quan trọng, và đây cũng là một khoảng trống nghiên cứu quan trọng mà các nghiên cứu trước vẫn chưa xem xét. Tuy nhiên, so với doanh nghiệp nhà nước thì SWF có thể sẽ tập trung nhiều hơn cho mục tiêu tài chính.

**Giả thuyết 2: Sở hữu của SCIC có tác động ít tích cực hơn đến hiệu quả phi tài chính của doanh nghiệp mục tiêu so với sở hữu của Nhà nước nói chung.**

**3.3. Mô hình nghiên cứu**

Nghiên cứu này sử dụng hồi quy dữ liệu bảng đối với mô hình trong đó biến phụ thuộc là các chỉ số hiệu quả của doanh nghiệp. Các biến giải thích gồm các biến về đặc điểm riêng của doanh nghiệp và các biến vĩ mô của từng quốc gia. Trong đó, biến giải thích quan trọng nhất là sở hữu của SCIC và các SWF ở các doanh nghiệp mục tiêu.

Mô hình nghiên cứu được kế thừa từ nghiên cứu của Fernandez (2014), có bổ sung so sánh giữa hai loại hình sở hữu SCIC và State cũng như bổ sung thêm các thước đo về hiệu quả phi tài chính:

***Perfit+1 = αPerfit + SCICit + sizeit + leverageit + growthit + industryi + uit***

***Perfit+1 = Perfit + Stateit + sizeit + leverageit + growthit + industryi + uit***

Trong đó: Perf là biến đại diện cho hiệu quả doanh nghiệp, đo bằng 3 chỉ số tài chính là ROA, ROE và Price-to-book (chỉ số thị giá trên thư giá) và 3 chỉ số phi tài chính là tỷ lệ thuế đóng góp cho nhà nước trên thu nhập trước thuế (efftax), mức lương trung bình của một lao động trong công ty (salary), và mức thay đổi lao động trong năm (change) (Marrez, 2015). SCIC là sở hữu của SCIC trong doanh nghiệp, tính bằng % tổng số cổ phiếu. State là sở hữu của các cơ quan nhà nước nói chung trong doanh nghiệp, tính bằng % tổng số cổ phiếu. Foreign là biến đại diện cho sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài. Các biến kiểm soát khác được tính toán thống nhất với nghiên cứu của Fernandez (2014), gồm Size đại diện cho quy mô doanh nghiệp, tính bằng log tự nhiên của tổng tài sản; Leverage là biến đòn bẩy tài chính, đo bằng tỷ lệ của tổng nợ trên tổng tài sản; Growth đại diện cho khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp, đo bằng tỷ lệ của thị giá trên thư giá của vốn chủ sở hữu; uit là phần dư của mô hình. Industry là biến kiểm soát đặc điểm ngành của doanh nghiệp.

Do mô hình mang tính động, nghĩa là biến perf trong kỳ t làm biến giải thích cho chính biến này trong kỳ t + 1, nên hiện tượng nội sinh do biến perf kỳ t sẽ có tương quan với phần dư của mô hình u trong giai đoạn t. Phương pháp System GMM hai bước được sử dụng để ước lượng mô hình động, do khả năng xử lý nội sinh phát sinh như đã đề cập. Ngoài ra, phương pháp này cũng tạo điều kiện xử lý nội sinh do khả năng ảnh hưởng hai chiều giữa biến giải thích và biến phụ thuộc nhờ việc sử dụng một hệ thống các biến công cụ được tạo bằng cách lấy sai phân và các biến gốc của các biến giải thích theo nhiều độ trễ khác nhau. Để kiểm tra việc sử dụng các biến công cụ này có hợp lệ hay không, nghiên cứu sử dụng hai kiểm định tiêu chuẩn là kiểm định tự tương quan (bậc 1 và bậc 2) và kiểm định tính xác định quá mức Hansen (Roodman, 2008). Nếu các kiểm định này được thỏa thì các biến công cụ được sử dụng là phù hợp, và kết quả ước lượng là đáng tin cậy.

**3.4. Dữ liệu:** dữ liệu về sở hữu của SCIC và nhà nước được cung cấp bởi tổ chức cung cấp dữ liệu Vietstock, từ năm 2008-2017. Dữ liệu về các chỉ số tài chính của các doanh nghiệp mục tiêu được trích xuất từ cơ sở dữ liệu Thomson Reuters cho cùng giai đoạn trên. Các dữ liệu bất thường được xử lý bằng cách loại bỏ 1% trên và dưới trong phân phối. Tổng số doanh nghiệp mục tiêu trong mẫu là 744 doanh nghiệp, trong đó 471 doanh nghiệp có sở hữu nhà nước, và 61 doanh nghiệp có sở hữu của SCIC trong giai đoạn nghiên cứu.

**4. Kết quả nghiên cứu**

Theo bảng thống kê, ROA trung bình đạt 8.18%, ROE đạt 14.12%, trong khi chỉ số thị giá trên thư giá (ptb) là 1.14, cho thấy trung bình các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam có giá trị thị trường cao hơn giá trị sổ sách. Thu nhập trên cổ phần (EPS) trung bình gần 2,000 VND. Doanh nghiệp thu nhập tối thiểu trên mỗi cổ phiếu là không và tối đa là gần 24,000 VND. Đặc biệt, SCIC đạt mức 2.8%, rất nhỏ, trong khi sở hữu nhà nước đạt gần 30%. Sở hữu nước ngoài đạt mức 4%, cao hơn so với SCIC. Ngoài ra, các doanh nghiệp Việt Nam có mức tăng trưởng doanh thu khá cao, đạt trung bình 25% trong giai đoạn nghiên cứu. Tỷ lệ tiền trên tổng tài sản trung bình ở mức 16%.

**Bảng 1: Thống kê mô tả**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Biến** | **Số QS** | **Trung bình** | **Sai số** | **Tối thiểu** | **Tối đa** |
| roa | 5,368 | 8.18 | 6.43 | -9.53 | 34.28 |
| roe | 5,361 | 14.12 | 12.24 | -27.39 | 60.74 |
| ptb | 4,404 | 1.14 | 0.82 | 0.06 | 6.63 |
| eps | 4,191 | 1856.11 | 1988.05 | 0.00 | 23923.52 |
| scic | 5,164 | 2.80 | 10.12 | 0.00 | 90.72 |
| state | 5,164 | 29.67 | 26.00 | 0.00 | 100.00 |
| foreign | 5,164 | 4.01 | 9.60 | 0.00 | 80.04 |
| size | 6,006 | 20.22 | 1.67 | 14.46 | 27.81 |
| lev | 5,845 | 0.22 | 0.19 | 0.00 | 0.89 |
| grow | 5,276 | 0.25 | 0.94 | -2.24 | 18.38 |
| cash\_asset | 5,836 | 0.16 | 0.17 | 0.00 | 1.00 |

*Nguồn: Tác giả tính toán*

**4.1. Hiệu quả tài chính**

Kết quả từ Bảng 2 về kết quả hồi quy về hiệu quả tài chính nhìn chung cho thấy sở hữu của SCIC có tác động tích cực hơn đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp mục tiêu hơn sở hữu của nhà nước nói chung. Đầu tiên, trong cả 3 thước đo về hiệu quả tài chính, biến trễ của các biến phụ thuộc đều có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê cho thấy sự phù hợp của việc áp dụng mô hình động trong nghiên cứu này. Ngoài ra, các kiểm định tự tương quan bậc 2 và kiểm định Hansen có p-value lớn hơn 0.1, cho thấy các kiểm định này được thỏa và biến công cụ được sử dụng là phù hợp.

Khi biến ROA là biến phụ thuộc, biến State có hệ số 0.023 trong khi biến SCIC có hệ số 0.034, lớn hơn đáng kể. Cả hai hệ số này đều có ý nghĩa thống kê, cho thấy sở hữu của Nhà nước nói chung có hiệu quả tích cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp mục tiêu. SCIC là tổ chức quản lý vốn nhà nước, do đó SCIC được kỳ vọng sẽ có hiệu quả tốt hơn về mặt quản lý vốn đầu tư. Điều này cũng được chứng minh qua kết quả với ROA. Kết quả với ROE cũng cho thấy SCIC có hiệu quả hơn so với State. ROA và ROE là hai thước đo về mặt kế toán, trong khi thước đo về hiệu quả thị trường. Thước đo thị giá trên thư giá (ptb) cho thấy rõ về chênh lệch hiệu quả của sở hữu nhà nước và SCIC: sở hữu nhà nước thường gắn với đánh giá tiêu cực của các nhà đầu tư trên thị trường, trong khi sở hữu của SCIC có khuynh hướng được đánh giá tích cực hơn bởi các nhà đầu tư.

Như vậy, các kết quả trên cùng chỉ ra tính ưu việt của SCIC so với sở hữu nhà nước nói chung. Kết quả này cho thấy chủ trương đúng đắn của Nhà nước trong việc thành lập **cơ quan quản lý vốn**, thay mặt Nhà nước quản lý các nguồn vốn. Kết quả này phù hợp với giả thuyết 1.

Theo lý thuyết quyền sở hữu, người đại diện quản lý tài sản là các viên chức chính phủ, chịu trách nhiệm để SWF có lợi nhuận cao nhất có thể, giữ được vốn nhà nước giao phó, và giúp ích cho nền kinh tế. Tuy nhiên, do các viên chức chính phủ này có thể không có chuyên môn quản lý và vận hành quỹ đầu tư, nên họ thường thuê các nhân viên hoặc nhà quản lý chuyên nghiệp bên ngoài để thuê nhằm điều hành SWF. Vận dụng lý thuyết người đại diện, có thể thấy trong ba mối quan hệ này đều xuất hiện mâu thuẫn giữa hai bên người chủ và người đại diện, và cơ chế kiểm soát là cần thiết để giảm thiểu các xung đột đó. Có thể thấy SCIC có cơ chế kiểm soát tương đối hiệu quả, và điều này cũng phù hợp với nghiên cứu của Phạm Thị Hương (2016).

Về lý thuyết các bên liên quan, các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước nói chung có thể coi mục tiêu chính trị quan trọng nhất, và ít coi trọng về hiệu quả tài chính so với doanh nghiệp tư nhân. Trong khi đó, SCIC có trách nhiệm báo cáo kết quả kinh doanh cho nhà nước, là cơ quan chuyên trách nên được kỳ vọng có hiệu quả tài chính tốt hơn.

Các nghiên cứu trước về hiệu quả đầu tư của SWF không xem xét liệu doanh nghiệp nhận đầu tư có thuộc quốc gia sở hữu SWF hay không. Theo Megginson và Netter (2001), Estrin và cộng sự (2009), SWF có hiệu quả không tốt. Các nghiên cứu như Kotter và Lel (2011), Dewenter và cộng sự (2010), Megginson và cộng sự (2013) cho rằng hiệu quả của các SWF vẫn còn thấp so với các doanh nghiệp tư nhân. Về tác động lâu dài, Kotter và Lel (2011) và Knill và cộng sự (2012) cho rằng SWF không có ảnh hưởng đến hiệu quả doanh nghiệp. Gần đây nhất là nghiên cứu của Park và cộng sự (2018) cũng cho thấy đầu tư của SWF thường có hiệu quả thấp hơn so với chỉ số chứng khoán của thị trường trong dài hạn. Các kết quả thực nghiệm này có thể hàm ý rằng SWF có thể sử dụng các khoản đầu tư ở nước ngoài để đóng góp cho sự phát triển kinh tế ở nước họ. Để đạt được các mục tiêu chính trị này, SWF có thể ảnh hưởng đến chiến lược của công ty danh mục đầu tư theo cách không phù hợp, nên làm giảm giá trị cho cổ đông. **Như vậy, trong nghiên cứu hiện tại, việc xem xét tác động của sở hữu của SCIC đến hiệu quả của các doanh nghiệp tại Việt Nam cung cấp một cái nhìn mới về tác động của SWF đối với cá doanh nghiệp ở quốc gia sở hữu SWF, và đây là hướng tiếp cận chưa được thực hiện trước đây.**

**Bảng 2: Kết quả hồi quy hiệu quả tài chính**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | ROA | ROA | ROE | ROE | PTB | PTB |
| L.roa | 0.503\*\*\* | 0.558\*\*\* |  |  |  |  |
|  | (0.033) | (0.026) |  |  |  |  |
| L.roe |  |  | 0.452\*\*\* | 0.485\*\*\* |  |  |
|  |  |  | (0.027) | (0.026) |  |  |
| L.ptb |  |  |  |  | 0.123 \*\*\* | 0.128 \*\*\* |
|  |  |  |  |  | (0.016) | (0.003) |
| state | 0.023\*\* |  | 0.053\*\*\* |  | -0.002 \* |  |
|  | (0.011) |  | (0.018) |  | (0.001) |  |
| scic |  | 0.034\*\* |  | 0.060\*\* |  | 0.001 \* |
|  |  | (0.014) |  | (0.025) |  | (0.001) |
| foreign | -0.069\*\* | -0.058\*\*\* | -0.201 \*\*\* | -0.156 \*\*\* | -0.032 \*\*\* | -0.017 \*\*\* |
|  | (0.028) | (0.020) | (0.049) | (0.054) | (0.004) | (0.002) |
| size | -0.297 | 0.121 | 1.355 | 0.932 | 0.486 \*\*\* | 0.416 \*\*\* |
|  | (0.462) | (0.322) | (0.936) | (0.782) | (0.059) | (0.018) |
| lev | 2.683 | 3.584\*\*\* | 1.288 | 10.020 \*\*\* | -4.170 \*\*\* | -2.748 \*\*\* |
|  | (3.709) | (0.896) | (6.269) | (2.153) | (0.330) | (0.060) |
| grow | 2.541\*\*\* | 2.024\*\*\* | 5.281 \*\*\* | 4.645 \*\*\* | 0.423 \*\*\* | 0.461 \*\*\* |
|  | (0.397) | (0.365) | (0.784) | (1.053) | (0.034) | (0.020) |
| cash\_asset | 11.529\*\*\* | 11.621\*\*\* | 48.665 \*\*\* | 40.255 \*\*\* | 0.763 \*\*\* | 1.425 \*\*\* |
|  | (3.205) | (1.482) | (5.703) | (3.907) | (0.284) | (0.072) |
| Hằng số | 4.013 | -2.114 | -26.893 | -18.663 | -8.790 \*\*\* | -8.275 \*\*\* |
|  | (9.004) | (6.772) | (18.330) | (16.171) | (1.146) | (0.399) |
| nganh | yes |  |  |  |  |  |
| Số QS | 3609 | 3609 | 3517 | 3517 | 2441 | 2441 |
| AR(1) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| AR(2) | 0.897 | 0.985 | 0.884 | 0.961 | 0.124 | 0.194 |
| Hansen | 0.452 | 0.247 | 0.151 | 0.165 | 0.104 | 0.109 |

Nguồn: Tác giả tính toán. \* thể hiện ý nghĩa thống kê ở 10%, \*\* ở 5%, \*\*\* ở 1%

**4.2. Hiệu quả phi tài chính (hiệu quả xã hội)**

Đối với kết quả hồi quy về hiệu quả phi tài chính, kết quả hệ số của các biến trễ của các biến phụ thuộc có ý nghĩa thống kê, cho thấy các biến trễ có tương quan đáng kể với các biến phụ thuộc kỳ hiện tại. Mặt khác, các kết quả kiểm định tương quan bậc 2 (AR2) và kiểm định Hansen có p-value có giá trị lớn hơn 0.1, cho thấy các biến công cụ được sử dụng là phù hợp. Đầu tiên, với kết quả hồi quy về mức lương của các công nhân viên, sở hữu nhà nước có hệ số dương, làm tăng mức lương của công nhân viên. Trong khi đó, sở hữu của SCIC có hệ số âm, có tác động tiêu cực đến mức lương của công nhân viên. Điều này hàm ý SCIC có thể quan tâm đến hiệu quả tài chính, và cắt giảm chi phí tiền lương để làm tăng mức lợi nhuận, trong khi đó các cơ quan nhà nước nói chung có thể quan tâm đến gia tăng phúc lợi cho người lao động, nên quan tâm đến việc tăng tiền lương cho họ.

Với mức thay đổi số lượng công nhân viên toàn thời gian, sở hữu nhà nước có tác động tích cực -0.851, trong khi đó hệ số của biến sở hữu SCIC là -10.642, cao hơn gấp 10 lần so với hệ số của sở hữu nhà nước. Điều này hàm ý, các đơn vị đại diện cho nhà nước có quan tâm đến hiệu quả. Sau quá trình cổ phần hóa, số lao động dôi dư cần phải giải quyết là rất lớn, do đó áp lực cắt giảm lực lượng lao động này là tất yếu. Tuy nhiên, với đối tượng sở hữu là Nhà nước nói chung, sự cắt giảm có đi kèm với quan ngại về phúc lợi của các lao động nhiều hơn đối tượng sở hữu là SCIC. SCIC là đơn vị có nhiệm vụ quản lý nguồn vốn đầu tư của Nhà nước ở các doanh nghiệp khác, do đó, quan tâm của SCIC có thể là hiệu quả về tài chính hơn là hiệu quả xã hội so với sở hữu nhà nước nói chung. Việc mạnh dạn cắt giảm lao động dôi dư, và cắt giảm lương có thể là cơ sở giải thích cho hiệu quả tài chính gia tăng của SCIC so với sở hữu nhà nước nói chung.

Với kết quả về thuế (efftax), hệ số của biến State và SCIC đều dương và có ý nghĩa thống kê. Sự khác biệt giữa hai hệ số khá nhỏ, và không đáng kể về mặt kinh tế. Mối tương quan dương giữa hai biến State và SCIC với tỷ lệ thuế nộp cho nhà nước hàm ý các doanh nghiệp có nhà nước và công ty quản lý vốn SCIC có thể có hiệu quả tài chính tương đối tốt, làm tăng thu nhập trước thuế. Điều này dẫn đến tăng lượng thuế nộp cho Nhà nước.

Nghiên cứu này có những đóng góp quan trọng về mặt thực tiễn và lý thuyết. Về mặt lý thuyết, đây là nghiên cứu đầu tiên về tác động của SWF đối với hiệu quả của các doanh nghiệp mục tiêu, tập trung vào các doanh nghiệp trong nước. Các nghiên cứu trước đây tập trung phân tích hiệu quả tài chính của SWF trong việc đầu tư, không phân biệt các doanh nghiệp mục tiêu trong và ngoài nước. Mặc dù trong nước, nhưng nghiên cứu này cho thấy SCIC cũng như các SWF khác, không tập trung nhiều vào hiệu quả xã hội. Về mặt thực tiễn, nghiên cứu cho thấy SCIC đã được trao quyền tự chủ tốt hơn và giảm được các mệnh lệnh hành chính, giảm các nhiệm vụ liên quan đến mục tiêu xã hội.

**Bảng 3: Kết quả hồi quy hiệu quả phi tài chính (hiệu quả xã hội)**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | EFFTAX | EFFTAX | SALARY | SALARY | CHANGE | CHANGE |
| L.efftax | 0.222\*\*\* | 0.265\*\*\* |  |  |  |  |
|  | (0.018) | (0.004) |  |  |  |  |
| L.salary |  |  | 1.083 \*\*\* | 0.094 \*\*\* |  |  |
|  |  |  | (0.042) | (0.017) |  |  |
| L.change |  |  |  |  | -0.262 \*\*\* | -0.351 \*\*\* |
|  |  |  |  |  | (0.003) | (0.007) |
| state | 0.000\*\*\* |  | 1.2e+06 \*\* |  | -0.851 \*\*\* |  |
|  | 0.000 |  | (450000.000) |  | (0.255) |  |
| foreign | 0.000 | 0.000 | 3.1e+06 \* | -3.2e+06 \*\* | 18.698 \*\*\* | 1.61 |
|  | 0.000 | 0.000 | (1600000.000) | (1400000.000) | (1.191) | (2.294) |
| size | 0.019\*\*\* | 0.015\*\*\* | 1.8e+07 \* | 2.10E+07 | 161.153 \*\*\* | 77.980 \*\* |
|  | (0.003) | (0.002) | (10000000.000) | (41000000.000) | (10.994) | (39.421) |
| lev | -0.093\*\*\* | -0.043\*\*\* | -2.2e+08 \*\*\* | 2.70E+07 | 4045.587 \*\*\* | 3300.410 \*\*\* |
|  | (0.019) | (0.003) | (57000000.000) | (62000000.000) | (38.860) | (130.017) |
| grow | -0.009\*\*\* | -0.006\*\*\* | -2.6e+07 \*\*\* | -1.8e+07 \* | 1.498 | 66.411 \*\*\* |
|  | (0.002) | (0.001) | (6400000.000) | (11000000.000) | (5.157) | (15.269) |
| cash\_asset | -0.086\*\*\* | -0.09\*\*\* | 2.2e+08 \*\*\* | 5.0e+08 \*\*\* | 1986.636 \*\*\* | 2582.615 \*\*\* |
|  | (0.019) | (0.004) | (48000000.000) | (130000000.000) | (25.105) | (86.831) |
| scic |  | 0.001\*\*\* |  | -4.8e+06 \*\*\* |  | -10.642 \*\*\* |
|  |  | (0.000) |  | (7.00E+05) |  | (3.062) |
| Ngành | yes |  |  |  |  |  |
| \_cons | -0.197\*\*\* | -0.124\*\*\* | -2.90E+09 | -3.00E+08 | -4.6e+03 \*\*\* | -2.6e+03 \*\*\* |
|  | (0.057) | (0.035) | (1.90E+09) | (8.20E+08) | (209.737) | -798.875 |
| Số QS | 3021 | 3021 | 213 | 213 | 633 | 633 |
| AR(1) | 0.000 | 0.000 | 0.275 | 0.234 | 0.140 | 0.142 |
| AR(2) | 0.357 | 0.272 | 0.288 | 0.613 | 0.434 | 0.589 |
| Hansen | 0.100 | 0.105 | 0.952 | 0.809 | 0.366 | 0.992 |

Nguồn: Tác giả tính toán. \* thể hiện ý nghĩa thống kê ở 10%, \*\* ở 5%, \*\*\* ở 1%

**5. Kết luận và hàm ý chính sách**

Sự gia tăng về lượng đầu tư của các SWF trên toàn thế giới cho thấy tầm quan trọng của đối tượng này ngày càng gia tăng. Xu hướng các chính phủ trao quyền quản lý vốn cho các SWF đang trở nên rất phổ biến trên thế giới và trong những năm gần đây SWF tăng mạnh về số lượng cũng như quy mô của từng SWF. Tổng quy mô của các SWF hiện đã lớn hơn quy mô của ngành quỹ tư nhân và quỹ đầu tư mạo hiểm (PWC, 2019). Các tổ chức này ngày càng đóng vai trò quan trọng được xem là nhà đầu tư năng động và đã tích cực trong việc tái cấp vốn cho các ngân hàng lớn nhất trên thế giới. Trong khi đó, kết quả khảo sát của PWC (2019) cho thấy sở hữu nhà nước nói chung có thể dẫn đến hiệu quả tiêu cực nếu những cơ chế sở hữu cũng như quản trị doanh nghiệp hợp lý không được vận dụng. Nghiên cứu này do đó đề xuất các doanh nghiệp nhà nước cần có một khung đánh giá hiệu quả mới, trong đó có việc cân bằng hiệu quả bên trong nhưng vẫn cần quan tâm đến các đối tượng khác trong xã hội. Đặc biệt là các doanh nghiệp nhà nước cần tăng cường tính minh bạch và tính chịu trách nhiệm.

Nghiên cứu này so sánh tác động của sở hữu của SCIC và sở hữu nhà nước nói chung đến hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu tại Việt Nam. Nghiên cứu này mở rộng các nghiên cứu trước thông qua xem xét tác động của công ty quản lý quỹ Nhà nước (SWF, trong trường hợp này là SCIC tại Việt Nam) đến các doanh nghiệp mục tiêu ở Việt Nam, trong khi các nghiên cứu trước xem xét tác động này đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu không xem xét đến các quốc gia của các doanh nghiệp mục tiêu. Kết quả cho thấy SCIC có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

So với các nghiên cứu trước với kết quả chủ yếu là tác động đầu tư tiêu cực của các SWF, nghiên cứu này cung cấp một cái nhìn mới về vai trò của SWF tại quốc gia sở hữu nó. Điều này có thể hàm ý SWF có thể có các vai trò khác nhau, tùy thuộc vào việc SWF đang đầu tư trong nước hay đầu tư nước ngoài. Cụ thể, các SWF đầu tư vào các doanh nghiệp mục tiêu ở quốc gia khác có thể có những mục tiêu chính trị nên hiệu quả đầu tư có thể không được xem trọng. Tuy nhiên, nếu SWF (tại Việt Nam là SCIC) thì mục tiêu có thể thấy là hỗ trợ cho sự phát triển của các doanh nghiệp, cho nền kinh tế do đó hiệu quả tương đối tốt. Mặc dù vậy, hiệu quả thực sự của SCIC và các SWF chỉ có thể được so sánh khi xem xét cùng đối tượng nhận đầu tư là các doanh nghiệp mục tiêu trong cùng quốc gia sở hữu của SWF.

Nghiên cứu này cũng xem xét them hiệu quả phi tài chính của SCIC và sở hữu nhà nước, trong khi các nghiên cứu trước chỉ xét về tác động đến hiệu quả tài chính của các SWF. Nghiên cứu cho thấy SCIC có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính, trong khi tác động tiêu cực hơn đến hiệu quả phi tài chính so với sở hữu nhà nước nói chung. Kết quả này hàm ý SCIC đặt mục tiêu tài chính cao hơn các mục tiêu xã hội (phi tài chính) và đây có thể là lý do giải thích hiệu quả cao hơn về mặt tài chính của SCIC so với sở hữu nhà nước. Kết quả này cũng thể hiện vai trò tách bạch của SCIC khỏi Nhà nước, thể hiện khả năng tốt trong vai trò là đơn vị quản lý vốn đầu tư của Nhà nước. Do đó, nghiên cứu này cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy nên tiếp tục thúc đẩy việc giao phó cho Ủy ban quản lý vốn nhà nước (trong đó có SCIC) quản lý vốn đầu tư của nhà nước mà trong đó SCIC cần tập trung theo hướng đầu tư, kinh doanh vốn nhà nước nhiều hơn. Hàm ý này thống nhất với xu hướng hiện tại của việc các chính phủ thành lập ngày càng nhiều các SWF, quy mô SWF cũng ngày càng lớn hơn. Tuy nhiên, cùng với xu hướng này việc giải quyết quyền lợi cho các lao động dôi dư hay lao động nói chung cần được quan tâm nhiều hơn. Hơn nữa, nhằm làm giảm những tổn thất liên quan đến đời sống của lao động ở các đơn vị này, v. v., SCIC nên được tăng cường kỹ năng và kiến thức đầu tư, nhằm nâng cao hiệu quả đầu tư mà không phải cắt giảm các chi phí khác.

**TÀI LIỆU THAM KHẢO**

**Tiếng Việt**

Đinh Bảo Ngọc (2016). Đánh giá tác động của Quỹ đầu tư quốc gia đến giá trị của doanh nghiệp – Nghiên cứu thực nghiệm một số SWF lớn trên thế giới. Đề tài khoa học và công nghệ cấp trường. Đại học Đà Nẵng.

Phạm Thị Hương (2016). Quản lý, đầu tư kinh doanh vốn nhà nước tại SCIC: Thực trạng và một số đề xuất. Tạp chí Tài chính Tháng 6/2016.

Phạm Phú Quốc (2015). Quản lý hiệu quả vốn tại các Doanh nghiệp nhà nước – từ thực tiễn công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên của Thành phố Hồ Chí Minh. Luận án tiến sỹ Đại học Ngân hàng Tp. Hồ Chí Minh.

Lê Thị Thanh (2011). Vấn đề chủ sở hữu và người đại diện, một số gợi ý về chính sách cho Việt Nam.

**Tiếng Anh**

Anderloni, L., Vandone, D., 2012. Sovereign wealth fund investments in the banking industry. Working Paper.

Anderson, E. C., 2009, Take the money and run, Westport: Praeger Security International

Barney, J. B., Hesterly, W. S., 2008, Strategic management and competitive advantages, New York: Pearson Prentice Hall

Bernstein, S., Schoar, A. and Lerner, J., 2009, ‗The investment strategies of sovereign wealth funds‘, Working paper 14861, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Available at http://www.nber.org.papers/w14861

Bertoni, F., Lugo, S. (2014). The effect of sovereign wealth funds on the credit risk of their portfolio companies. Journal of Corporate Finance, 27, 21-35.

Butt, S., Shivdasani, A., Stendevad, C. (2008), Sovereign wealth funds a growing global force in corporate finance, Journal of Applied Corporate Finance, 20(1), 73–83

Chhaochharia, V., Laeven, L. (2009). Sovereign wealth funds: their investment strategies and performance. Paper available at: http://ssrn.com/abstract=1262383

Clarkson, M. B. E. (1995) A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. Acad Manag Rev, 20(1), 92–117

Davis, J. H., Schoorman, F. D., Donaldson, L., 1997, Toward a stewardship theory of Management, Academy of Management Review, 22, 1, 20–47

Demsetz, H. (1967). Toward a theory of property rights. The American Economic Review. 57(2), 347-359

Dewenter, K. L., Han, X, Malatetesta, P. H. (2010). Firm values and sovereign wealth fund investments. Journal of Financial Economics. 98(2), 256-278

Estrin, S., Hanousek, J., Kočenda, E., Svejnar, J. (2009). The effects of privatization and ownership in transition economies. Journal of Economic Literature, 47(3), 1-30

Fernandes, N. (2014). The impact of sovereign wealth funds on corporate value and performance. Journal of Applied Corporate Finance. 26(1). 76-84

Freeman, R. E. (1984). Strategic management: A stakeholder approach. Boston: Pitman publications

Friedman, A. L., Miles, S. 2002. Developing stakeholder theory. Journal of Management Studies, 39(1), 1-21

Gangi, F., Meles, A., Mustilli, M., Graziano, D., Varrone, N. 2018. Do investment determinants and effects vary across sovereign wealth fund categories? A firm level analysis. Emerging Market Review, Forthcoming.

Ghoshal, S., Moran, P., 1996, Bad practice: A critique of the transaction cost theory, Academy of Management Review, 21, 1, 13–47

Huse, M., 2005, Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance, British Journal of Management, 16, 1, 65–79

Knill, A. M., Lee, B. S., & Mauck, N. (2012). Sovereign wealth fund investment and the return-to-risk performance of target firms. Journal of Financial Intermediation, 21(2), 315340.

Kotter, J., Lel, U. (2011). Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences. Journal of Financial Economics.

Marrez, H. (2015). The role of state-owned enterprises in Romania. ECFIN Country Focus, 12(1).

Megginson, W. L., Fotak, V. (2015). Rise of the fiduciary state: A survey of sovereign wealth fund research. Journal of Economic Surveys, 29(4), 733-778

Megginson, W. L., Netter, J. M. (2001). From state to market: A survey of empirical studies on privatization. Journal of Economic Literature, 39, 321-389.

Megginson, W. L., You, M., Han, L. (2013). Determinants of sovereign wealth fund cross-border investments. Financial Review, 48(4), 539-572

Park, R. J., Xu, S., In, F. (2018). The long-term impact of sovereign wealth fund investments. Journal of Financial Markets. Forthcoming.

PWC (2015). State-owned enterprises: Catalysts for public value creation? Available at: <https://www.pwc.com/gx/en/psrc/publications/assets/pwc-state-owned-enterprise-psrc.pdf>

Raymond, H. (2008). The effect of Sovereign Wealth Funds’ involvement on stock markets. Bank of France.

Roodman, D. (2008). A note on the theme of too many instruments. Center for Global Development Working Paper No. 125.

Soji, E., & Tham, W. W. (2011). The impact of foreign government investments: Sovereign wealth fund investments in the United States. International Finance Review, 12, 207–243.