

Đánh giá hiệu quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC)

Nguyễn Thanh Đoàn*



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

TÓM TẮT

Tổng Công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước SCIC là một SWF hoạt động với tư cách là tổ chức kinh tế đặc biệt của Chính phủ, thực hiện hai chức năng chính: Một là tiếp nhận và đại diện chủ sở hữu vốn Nhà nước tại các Công ty cổ phần, Công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên... và hai là thực hiện đầu tư và kinh doanh vốn vào các ngành, lĩnh vực then chốt của nền kinh tế. 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 xem xét tác động của sở hữu một công ty quản lý vốn Nhà nước (SWF) đến hiệu quả của các doanh nghiệp mục tiêu 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. Tác giả sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng là System Generalized Methods of Moments (Sys GMM) cho mẫu các doanh nghiệp niêm yết thu thập từ Thomson Reuters trong giai đoạn từ 2008-2017 nhằm xử lý nội sinh và các khuyết tật như phương sai thay đổi và tự tương quan. 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 (SCIC), Quỹ đầu tư quốc gia (SWF), doanh nghiệp vốn nhà nước (SOE)

BỐI CẢNH VÀ VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU

Trên thế giới, 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. Ví 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. Tại Việt Nam, SCIC hoạt động theo mô hình SWF, nhờ đó 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 mục tiêu, 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 và tăng lên 85.082 tỷ đồng năm 2018. Mặc dù đạt được một số thành tựu nhất định, thực tiễn hoạt động của SCIC còn nhiều tồn tại. Số liệu chi tiết về kết quả các hoạt động đầu tư của SCIC cũng không được công bố

Ban Tuyên Giáo Thành Ủy, Tp. Hồ Chí Minh

Liên hệ

Nguyễn Thanh Đoàn, Ban Tuyên Giáo Thành Ủy, Tp. Hồ Chí Minh
Email: ntdoan2017@gmail.com

Lịch sử

- Ngày nhận: 18/7/2019
- Ngày chấp nhận: 10/8/2019
- Ngày đăng: 27/6/2020

DOI :10.32508/stdjelm.v4i2.618



Bản quyền

© ĐHQG Tp.HCM. Đây là bài báo công bố mở được phát hành theo các điều khoản của the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



Trích dẫn bài báo này: Đoàn N.T. **Đánh giá hiệu quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC).** *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 4(2):686-695.

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.

TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU, GIÁ THUYẾT, MÔ HÌNH VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm về hiệu quả đầu tư của SWF

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. 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 lấn 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.

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 mình¹. 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 cho thấy các bằng chứng mạnh mẽ rằng các SWF thường là những người quản lý điều hành tối và hiệu suất công ty cải thiện với tư nhân hóa², nhưng có rất ít nghiên cứu xem liệu các quốc gia có thể là nhà đầu tư tạo ra giá trị.

Theo Raymond³ 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.

Gangi và cộng sự⁴ 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 sự⁵ 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.

Tổng quan 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. 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.

Đình Bảo Ngọc⁶ 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 Hương⁷ 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 Hương⁷ cho rằng trách nhiệm và địa vị pháp lý người đại diện phần vốn nhà nước tại DN chưa được rõ ràng.

Phạm Phú Quốc⁸ 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.

Giả thuyết nghiên cứu

Các nghiên cứu trước đây về SWF trên thế giới đã có 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. 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.**

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

cử 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.

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.

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.

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 Fernandez⁹, 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:

$$Perf_{it+1} = Perf_{it} + SCIC_{it} + foreign_{it} + size_{it} + leverage_{it} + cash_{it} + growth_{it} + industry_i + u_{it}$$

$$Perf_{it+1} = Perf_{it} + State_{it} + foreign_{it} + size_{it} + leverage_{it} + cash_{it} + growth_{it} + industry_i + u_{it}$$

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)¹⁰. 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 Fernandez⁹, 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; u_{it} 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 giúp 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 Hansen¹¹. 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.

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.

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Theo Bảng 1, 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%.

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. 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. Kết quả với ROE cũng cho thấy SCIC có hiệu quả hơn so với State. Kết quả với biến phụ thuộc là 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 Hương⁷.

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 Estrin và cộng sự², SWF có hiệu quả không tốt. Các nghiên cứu như Kotter và Lel¹² và Dewenter và cộng sự¹³ cho rằng hiệu quả của các SWF vẫn còn thấp so với các doanh nghiệp tư nhân. Về tác động lâu dài, Kotter và Lel¹² và Knill và cộng sự¹⁴ cho rằng SWF không có ảnh hưởng đến hiệu quả doanh nghiệp. Gần đây nhất là nghiên cứu của Park và cộng sự⁵ 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 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**

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

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.

Hiệu quả phi tài chính (hiệu quả xã hội)

Bảng 3 cung cấp kết quả ước lượng đối với mô hình với biến phụ thuộc là hiệu quả phi tài chính. 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. Mỗi 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 hàm ý 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 2: Kết quả hồi quy hiệu quả tài chính

	ROA	ROA	ROE	ROE	PTB	PTB
L,roa	0,503*** (0,033)	0,558*** (0,026)				
L,roe			0,452*** (0,027)	0,485*** (0,026)		
L,ptb					0,123 *** (0,016)	0,128 *** (0,003)
state	0,023** (0,011)		0,053*** (0,018)		-0,002 * (0,001)	
scic		0,034** (0,014)		0,060** (0,025)		0,001 * (0,001)
foreign	-0,069** (0,028)	-0,058*** (0,020)	-0,201 *** (0,049)	-0,156 *** (0,054)	-0,032 *** (0,004)	-0,017 *** (0,002)
size	-0,297 (0,462)	0,121 (0,322)	1,355 (0,936)	0,932 (0,782)	0,486 *** (0,059)	0,416 *** (0,018)
lev	2,683 (3,709)	3,584*** (0,896)	1,288 (6,269)	10,020 *** (2,153)	-4,170 *** (0,330)	-2,748 *** (0,060)
grow	2,541*** (0,397)	2,024*** (0,365)	5,281 *** (0,784)	4,645 *** (1,053)	0,423 *** (0,034)	0,461 *** (0,020)
cash_asset	11,529*** (3,205)	11,621*** (1,482)	48,665 *** (5,703)	40,255 *** (3,907)	0,763 *** (0,284)	1,425 *** (0,072)
Hằng số	4,013 (9,004)	-2,114 (6,772)	-26,893 (18,330)	-18,663 (16,171)	-8,790 *** (1,146)	-8,275 *** (0,399)
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%

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. 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.

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.

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*** (0,018)	0,265*** (0,004)				
L,salary			1,083 *** (0,042)	0,094 *** (0,017)		
L,change					-0,262 *** (0,003)	-0,351 *** (0,007)
state	0,000*** 0,000		1,2e+06 ** (450000,000)		-0,851 *** (0,255)	
foreign	0,000 0,000	0,000 0,000	3,1e+06 * (1600000,000)	-3,2e+06 ** (1400000,000)	18,698 *** (1,191)	1,61 (2,294)
size	0,019*** (0,003)	0,015*** (0,002)	1,8e+07 * (1000000,000)	2,10E+07 (4100000,000)	161,153 *** (10,994)	77,980 ** (39,421)
lev	-0,093*** (0,019)	-0,043*** (0,003)	-2,2e+08 *** (5700000,000)	2,70E+07 (6200000,000)	4045,587 *** (38,860)	3300,410 *** (130,017)
grow	-0,009*** (0,002)	-0,006*** (0,001)	-2,6e+07 *** (6400000,000)	-1,8e+07 * (1100000,000)	1,498 (5,157)	66,411 *** (15,269)
cash_asset	-0,086*** (0,019)	-0,09*** (0,004)	2,2e+08 *** (4800000,000)	5,0e+08 *** (13000000,000)	1986,636 *** (25,105)	2582,615 *** (86,831)
scic		0,001*** (0,000)		-4,8e+06 *** (7,00E+05)		-10,642 *** (3,062)
_cons	-0,197*** (0,057)	-0,124*** (0,035)	-2,90E+09 (1,90E+09)	-3,00E+08 (8,20E+08)	-4,6e+03 *** (209,737)	-2,6e+03 *** (-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%

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 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.

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

PTB - Price-To-Book - Chỉ số thị giá trên thư giá,
ROA - Return On Assets - Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản,
ROE - Return On Equity - Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu,
SCIC - State Capital Investment Corporation - Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước,
SWF - Sovereign Wealth Fund - Quỹ đầu tư quốc gia,

TUYÊN BỐ XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Tác giả xin cam đoan rằng không có bất kỳ xung đột lợi ích nào trong công bố bài báo.

TUYÊN BỐ ĐÓNG GÓP CỦA CÁC TÁC GIẢ

Nội dung bài nghiên cứu do tác giả thực hiện.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bortolotti B, Fotak V, Megginson W. Sovereign wealth fund investment patterns and performance. *Fondazione Eni Enrico Mattei*. 2009;22:1–37. Available from: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1573346>.
2. Estrin S, Hanousek J, Kočenda E, Svejnar J. The effects of privatization and ownership in transition economies. *Journal of Economic Literature*. 2009;47(3):1–30. Available from: <https://doi.org/10.1257/jel.47.3.699>.
3. Raymond H. The effect of Sovereign Wealth Funds' involvement on stock markets. *Bank of France Working Papers*. 2008;7:1–12.
4. Gangi F, Meles A, Mustilli M, Graziano D, Varrone N. Do investment determinants and effects vary across sovereign wealth fund categories? A firm level analysis. *Emerging Market Review*. 2019;38:438–457. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.12.004>.
5. Park RJ, Xu S, In F. The long-term impact of sovereign wealth fund investments. *Journal of Financial Markets*. 2019;45:115–138. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2018.08.004>.
6. Ngọc DB. 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. 2016;.
7. Hương PT. Quản lý, đầu tư kinh doanh vốn nhà nước tại SCIC: Thực trạng và một số đề xuất. *Tạp chí Tài chính*. 2016;.
8. Quốc PP. 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. 2015;.
9. Fernandes N. The impact of sovereign wealth funds on corporate value and performance. *Journal of Applied Corporate Finance*. 2014;26(1):76–84.
10. Marrez H. The role of state-owned enterprises in Romania. *ECFIN Country Focus*. 2015;12(1):1–8.
11. Roodman D. A note on the theme of too many instruments. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. 2009;71(1):135–158. Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.2008.00542.x>.
12. Kotter J, Lel U. Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences. *Journal of Financial Economics*. 2011;101(2):360–381. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.007>.
13. Dewenter KL, Han X, Malatetesta PH. Firm values and sovereign wealth fund investments. *Journal of Financial Economics*. 2010;98(2):256–278. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.05.006>.
14. Knill AM, Lee BS, Mauck N. Sovereign wealth fund investment and the return-to-risk performance of target firms. *Journal of Financial Intermediation*. 2012;21(2):315–340. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2011.10.001>.

On the performance of state capital and investment corporation

Nguyen Thanh Doan*



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

ABSTRACT

State Capital and Investment Corporation (SCIC) is a sovereign wealth fund (SWF) operating as a governmental specialized economic entity. SCIC serves two main functions: first, manage and represent the equity share of state at public companies, limited companies, and second, invest state capital into strategic industries and fields of the economy. This study compares the impacts of the ownership of SCIC and the 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 considering the country where the target firms reside. Finally, the research investigates the influence of the ownership of SCIC and the state not only on financial but also on the non-financial performance of target firms, whereas previous research chiefly discusses the financial impact of SWFs. The author uses the Generalized System Method of Moments for a sample of listed firms collected from Thomson Reuters for the period of 2008-2017 to deal with the potential endogeneity issue as well as other defects such as heteroskedasticity and autocorrelation. 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 a better financial but lower non-financial performance compared with state ownership.

Key words: State Capital Investment Corporation (SCIC), Sovereign Wealth Fund (SWF), State-Owned Enterprises (SOE)

Department of Propaganda and Training

Correspondence

Nguyen Thanh Doan, Department of Propaganda and Training

Email: ntdoan2017@gmail.com

History

- Received: 18/7/2019
- Accepted: 10/8/2019
- Published: 27/6/2020

DOI : 10.32508/stdjelm.v4i2.618



Copyright

© VNU-HCM Press. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



Cite this article : Doan N T. On the performance of state capital and investment corporation. *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 4(2):686-695.