

**ĐẠI HỌC QUỐC GIA THÀNH PHỐ HỒ CHÍ
MINH**

**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ -
LUẬT**

NGUYỄN THANH ĐOÀN

**NÂNG CAO HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA TỔNG CÔNG TY
ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH VỐN NHÀ NƯỚC Ở VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Thành phố Hồ Chí Minh, năm 2021

ĐẠI HỌC QUỐC GIA THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ -
LUẬT

NGUYỄN THANH ĐOÀN

**NÂNG CAO HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA TỔNG CÔNG TY
ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH VỐN NHÀ NƯỚC Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Kinh tế chính trị

Mã số chuyên ngành: 62310102

Phản biện 1:.....

Phản biện 2:.....

Phản biện 3:.....

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC

HDĐL: PGS.TS NGUYỄN CHÍ HẢI

Phản biện độc lập 1:.....

Phản biện độc lập 2:.....

Thành phố Hồ Chí Minh, năm 2021

LỜI CAM ĐOAN

Tác giả xin cam đoan Luận án “**Nâng cao hiệu quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước ở Việt Nam**” là công trình nghiên cứu độc lập của tác giả dưới sự hướng dẫn khoa học của PGS.TS Nguyễn Chí Hải. Tài liệu tham khảo được trích dẫn trong Luận án và số liệu được sử dụng đúng theo quy định. Kết quả nghiên cứu của Luận án là trung thực, khách quan và chưa được công bố ở bất kỳ công trình nào khác.

TP.Hồ Chí Minh, ngày tháng 10 năm 2021

Tác giả Luận án

Nguyễn Thanh Đoàn

MỤC LỤC

MỤC LỤC.....	ii
MỞ ĐẦU.....	1
1. Sự cần thiết nghiên cứu và tính cấp thiết của đề tài.....	1
2. Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu.....	4
3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu.....	5
4. Phương pháp nghiên cứu.....	6
5. Những đóng góp khoa học mới của Luận án.....	7
6. Bố cục của Luận án.....	8
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VỀ CÔNG TY ĐẦU TƯ VỐN NHÀ NƯỚC.....	10
1.1. Các nghiên cứu thực nghiệm nước ngoài về công ty đầu tư vốn nhà nước.....	10
1.1.1. Các yếu tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF tại các doanh nghiệp mục tiêu.....	10
1.1.2. Các tác động từ đầu tư, hiệu quả hoạt động của SWF.....	13
1.1.3. Vấn đề minh bạch và cơ chế quản trị của SWF.....	17
1.2. Các nghiên cứu thực nghiệm trong nước về công ty đầu tư vốn nhà nước.....	20
1.2.1. Các yếu tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SCIC ở các doanh nghiệp mục tiêu.....	20
1.2.2. Tác động từ đầu tư, hiệu quả hoạt động của SCIC.....	25
1.2.3. Vấn đề minh bạch và cơ chế quản trị của SCIC.....	28
1.3. Khoảng trống nghiên cứu và hướng nghiên cứu của đề tài.....	34
Tóm tắt chương 1.....	37
CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CÔNG TY ĐẦU TƯ VỐN NHÀ NƯỚC.....	38
2.1. Các khái niệm liên quan.....	38
2.1.1. Quỹ đầu tư quốc gia trên thế giới.....	38
2.1.2. Công ty đầu tư vốn nhà nước ở Việt Nam.....	40
2.1.3. Doanh nghiệp mục tiêu.....	43

2.2. Các lý thuyết về công ty đầu tư vốn nhà nước.....	44
2.2.1. Lý thuyết về tích tụ và tập trung vốn của C. Mác.....	44
2.2.2. Lý luận về vai trò kinh tế nhà nước và quan điểm về kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa.....	45
2.2.3. Lý thuyết quyền sở hữu (người đại diện).....	50
2.2.4. Lý thuyết thương mại quốc tế.....	53
2.2.5. Lý thuyết đồng hóa.....	53
2.2.6. Lý thuyết tối đa hóa tự chủ.....	54
2.2.7. Lý thuyết quản lý tài chính.....	55
2.2.8. Lý thuyết phục vụ.....	55
2.2.9. Lý thuyết các bên liên quan.....	56
2.3. Hiệu quả hoạt động của công ty đầu tư vốn nhà nước.....	60
2.3.1. Khái niệm về hiệu quả hoạt động.....	60
2.3.2. Về hiệu quả hoạt động kinh doanh vốn nhà nước.....	61
2.4. Các thước đo phản ánh hiệu quả hoạt động của công ty đầu tư vốn nhà nước.....	63
2.4.1. Các thước đo hiệu quả về mặt tài chính.....	63
2.4.2. Các thước đo hiệu quả về mặt phi tài chính.....	65
2.5. Các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của công ty đầu tư vốn nhà nước	6
8 2.6. Khung phân tích của Luận án	69
Tóm tắt chương 2.....	71
CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ NGUỒN DỮ LIỆU.....	72
3.1. Quy trình nghiên cứu.....	72
3.2. Phương pháp luận.....	74
3.2.1. Phép biện chứng duy vật.....	74
3.2.2. Phương pháp trừu tượng hóa khoa học.....	74
3.3. Phương pháp nghiên cứu cụ thể.....	75
3.3.1. Phương pháp nghiên cứu định tính.....	76
3.3.1.1. Phương pháp thống kê mô tả.....	76
3.3.1.2. Phương pháp so sánh đối chiếu.....	77

3.3.1.3. Phương pháp phân tích, tổng hợp.....	77
3.3.1.4. Phương pháp phỏng vấn chuyên gia.....	78
3.3.2. Phương pháp nghiên cứu định lượng.....	79
3.3.2.1. Phương pháp hồi quy System GMM.....	79
3.3.2.2. Phương pháp hồi quy phân vị.....	80
3.4. Mô hình nghiên cứu.....	81
3.4.1. Mô hình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF	81
3.4.2. Mô hình nghiên cứu tác động của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu.....	82
3.5. Các giả thuyết nghiên cứu.....	83
3.5.1. Giả thuyết về các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF.....	83
3.5.1.1. Biến quy mô của doanh nghiệp mục tiêu.....	83
3.5.1.2. Biến hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu.....	84
3.5.1.3. Biến đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp mục tiêu.....	85
3.5.1.4. Biến cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp mục tiêu.....	86
3.5.1.5. Biến tiền mặt của doanh nghiệp mục tiêu.....	87
3.5.1.6. Biến số lao động của doanh nghiệp mục tiêu.....	88
3.5.2. Giả thuyết về tác động của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu	89
3.5.2.1. Giả thuyết 1: Tác động của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu tốt hơn ở những doanh nghiệp có hiệu quả tài chính cao.....	89
3.5.2.2. Giả thuyết 2: Tác động tiêu cực của SWF đến hiệu quả phi tài chính tệ hơn ở những doanh nghiệp có hiệu quả phi tài chính quá cao.....	90
3.6. Nguồn dữ liệu nghiên cứu.....	91
Tóm tắt chương 3.....	93
CHƯƠNG 4: PHÂN TÍCH THỰC TRẠNG HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH VỐN NHÀ NƯỚC Ở VIỆT NAM.....	94
 4.1. Tổng quan về Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước ở Việt Nam.....	 94

4.1.1. Khái quát thực trạng hoạt động của doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam	94
4.1.2. Sự ra đời của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước là một tất yếu khách quan phù hợp với quy luật kinh tế thị trường.....	96
4.1.3. Quá trình phát triển của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước.....	98
4.1.4. Chức năng và nhiệm vụ của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước.....	101
4.1.5. Bộ máy tổ chức của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước	103
4.1.6. Kết quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước	104
4.1.6.1. Kết quả hoạt động kinh doanh của SCIC.....	104
4.1.6.2. Một số khoản đầu tư tiêu biểu của SCIC.....	107
4.2. Thực trạng hiệu quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước ở Việt Nam.....	116
4.2.1. Thực trạng về quan hệ sở hữu SCIC tại các doanh nghiệp mục tiêu	116
4.2.1.1. Thống kê mô tả sở hữu	117
4.2.1.2. Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SCIC và so sánh với các SWF.....	121
4.2.1.3. So sánh chiến lược sở hữu SCIC với các SWF.....	135
4.2.2. Thực trạng hiệu quả tài chính của SCIC.....	135
4.2.2.1. Hiệu quả tài chính của SWF với mẫu gồm toàn bộ doanh nghiệp..	136
4.2.2.2. Hiệu quả tài chính của SCIC.....	140
4.2.2.3. So sánh hiệu quả tài chính của SCIC và các SWF.....	145
4.2.3. Thực trạng hiệu quả phi tài chính của SCIC.....	145
4.2.3.1. Hiệu quả phi tài chính của SWF với mẫu gồm toàn bộ doanh nghiệp niêm yết.....	145
4.2.3.2. Hiệu quả phi tài chính của SCIC.....	149
4.2.3.3. So sánh hiệu quả phi tài chính của SCIC và các SWF.....	151

4.2.4. Thực trạng quan hệ tổ chức giữa SCIC với các cơ quan nhà nước, với các doanh nghiệp mục tiêu.....	152
4.3. Nhận xét chung về hiệu quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước ở Việt Nam.....	153
4.3.1. Những thành công của SCIC và nguyên nhân thành công của SCIC	153
4.3.1.1. Những thành công của SCIC.....	153
4.3.1.2. Nguyên nhân thành công của SCIC.....	156
4.3.2. Mặt hạn chế của SCIC và nguyên nhân hạn chế của SCIC.....	156
4.3.2.1. Mặt hạn chế của SCIC.....	156
4.3.2.2. Nguyên nhân hạn chế của SCIC.....	159
Tóm tắt chương 4.....	159
CHƯƠNG 5: QUAN ĐIỂM VÀ GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH VỐN NHÀ NƯỚC Ở VIỆT NAM.....	161
5.1. Quan điểm nâng cao hiệu quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước ở Việt Nam.....	161
5.1.1. Cơ sở đề xuất giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC	161
5.1.1.1. Quan điểm của Đảng, Nhà nước về mô hình công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước.....	161
5.1.1.2. Từ phân tích kết quả hoạt động của SCIC.....	163
5.1.1.3. Từ mục tiêu phát triển của SCIC đến năm 2030 tầm nhìn đến năm 2035	16
5.1.1.4. Kinh nghiệm từ các SWF trên thế giới	168
5.1.2. Những quan điểm cơ bản nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC	173
5.2. Các giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước ở Việt Nam	176
5.2.1 Nhóm giải pháp về sở hữu và chức năng đại diện vốn chủ sở hữu của SCIC tại các doanh nghiệp mục tiêu	176



5.2.1.1. Giải pháp về sở hữu vốn nhà nước tại doanh nghiệp mục tiêu của SCIC	176
5.2.1.2. Hoàn thiện mô hình đại diện vốn chủ sở hữu tại các doanh nghiệp	177
5.2.1.3. Giải pháp về tác động múu sở hữu của SCIC tại doanh nghiệp mục tiêu	178
5.2.1.4. Giải pháp về tăng cường quan hệ sở hữu nhà nước, doanh nghiệp	180
5.2.2. Nhóm giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động cấp doanh nghiệp	
SCIC	180
5.2.2.1. Giải pháp nâng cao hiệu quả tài chính của SCIC	180
5.2.2.2. Giải pháp nâng cao hiệu quả phi tài chính của SCIC	181
5.2.2.3. Giải pháp về chiến lược đầu tư của SCIC	182
5.2.2.4. Nâng cao hiệu quả quản trị doanh nghiệp, chất lượng nhân sự và có cơ chế độ đãi ngộ nhân viên	185
5.2.2.5. Mở rộng hợp tác đầu tư quốc tế	186
5.2.2.6. Phát triển thị trường vốn trong bối cảnh cuộc cách mạng công nghiệp lần thứ 4	187
5.2.3. Nhóm giải pháp cấp nhà nước	188
5.2.3.1. Chính phủ cần tăng cường tính chủ động của SCIC trong hoạt động đầu tư	188
5.2.3.2. Cần có hệ thống pháp lý phù hợp với mô hình của SCIC	189
5.2.3.3. Chính phủ cần xác định vai trò quan trọng của SCIC trong quá trình cổ phần hoá DNNN	190
5.2.3.4. Chính phủ tăng cường công tác giám sát quản lý vốn nhà nước	191
5.2.3.5. Xác lập mối quan hệ giữa SCIC và CMSC cụ thể hơn	191
Tóm tắt chương 5	193
KẾT LUẬN	194
CÁC CÔNG TRÌNH KHOA HỌC LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN	i
TÀI LIỆU THAM KHẢO	ii
CÁC PHỤ LỤC	xiii



DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

Chữ viết tắt	Nội dung
CSH	Chủ sở hữu
DN	Doanh nghiệp
HFIC	Công ty đầu tư tài chính nhà nước thành phố Hồ Chí Minh (HCM Finance and Investment State-owned company)
KHAZANAK	Tổ chức đầu tư vốn Nhà nước Malaysia (Khazanah Nasional Berhad)
OECD	Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế (Organization for Economic Cooperation and Development)
PTB	Chỉ số thị giá trên thư giá (Price-To-Book)
ROA	Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (Return On Assets)
ROE	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (Return On Equity)
ROI	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư (Return On Investment)
ROS	Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (Return On Sales)
SCIC	Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước
SWF	Quỹ đầu tư quốc gia (Sovereign Wealth Fund)
TEMASEK	Tập đoàn quản lý tài sản vốn Nhà nước Singapore



DANH MỤC BẢNG, HÌNH

Bảng 1.1. Nhận xét chung về tổng quan các công trình nghiên cứu	29
Bảng 2.1. Tổng hợp các lý thuyết sử dụng chính trong nghiên cứu của Luận án	57
Bảng 2.2. Các tiêu chí đánh giá hiệu quả đầu tư của công ty đầu tư vốn nhà nước	67
Bảng 2.3. Khung phân tích của Luận án	70
Bảng 3.1. Quy trình nghiên cứu	73
Bảng 3.2. Kỳ vọng về dấu của các biến trong mô hình	88
Hình 4.1. Hai chức năng của SCIC	102
Hình 4.2. Tổ chức bộ máy Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước	104
Bảng 4.3. Số lượng các doanh nghiệp niêm yết trong mẫu nghiên cứu	118
Bảng 4.4. Thống kê mô tả cho toàn bộ doanh nghiệp niêm yết ở từng nước	120
Bảng 4.5. Thống kê mô tả cho các doanh nghiệp niêm yết có sở hữu của SWF ở từng nước	120
Bảng 4.6. Kết quả định lượng cho mẫu toàn bộ doanh nghiệp mục tiêu	122
Bảng 4.7. Kết quả định lượng cho mẫu doanh nghiệp mục tiêu ở Singapore	126
Bảng 4.8. Kết quả định lượng cho mẫu doanh nghiệp mục tiêu ở Malaysia	128
Bảng 4.9. Kết quả định lượng cho mẫu doanh nghiệp mục tiêu ở Trung Quốc	130



Bảng 4.10. Kết quả định lượng cho mẫu toàn bộ doanh nghiệp mục tiêu ở Pháp	132
Bảng 4.11. Kết quả định lượng cho mẫu doanh nghiệp mục tiêu ở Việt Nam	134
Bảng 4.12. Hiệu quả tài chính theo ROA – mẫu toàn bộ	137
Bảng 4.13. Hiệu quả tài chính theo ROE – mẫu toàn bộ	138
Bảng 4.14. Hiệu quả tài chính theo PTB – mẫu toàn bộ	139
Bảng 4.15. Hiệu quả tài chính theo ROA – mẫu Việt Nam	140
Bảng 4.16. Hiệu quả tài chính theo ROE – mẫu Việt Nam	141
Bảng 4.17. Hiệu quả tài chính theo PTB – mẫu Việt Nam	142
Bảng 4.18. Hiệu quả phi tài chính theo EFFTAX – mẫu toàn bộ	146
Bảng 4.19. Hiệu quả phi tài chính theo D_EMP – mẫu toàn bộ	147
Bảng 4.20. Hiệu quả phi tài chính theo LNWAGE – mẫu toàn bộ	148
Bảng 4.21. Hiệu quả phi tài chính theo EFFTAX – SCIC	149
Bảng 4.22. Hiệu quả phi tài chính theo D_EMP – SCIC	150
Bảng 4.23. Hiệu quả phi tài chính theo LNWAGE – mẫu Việt Nam	151



DANH MỤC PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Bảng phỏng vấn sâu với câu hỏi mở (lãnh đạo SCIC, doanh nghiệp nhận đầu tư của SCIC, chuyên gia trong ngành tài chính, vốn nhà nước)

Phụ lục 2: Bảng tổng hợp phỏng vấn sâu với câu hỏi mở

Phụ lục 3: Kết quả hoạt động 10 doanh nghiệp mục tiêu của SCIC

MỞ ĐẦU

1. Sự cần thiết nghiên cứu và tính cấp thiết của đề tài

Trên thế giới, các công ty đầu tư vốn nhà nước còn gọi là quỹ đầu tư quốc gia (SWF) đã được thành lập hơn năm thập kỷ và những năm gần đây có sự tăng vọt về số lượng cũng như quy mô. Với sự lớn mạnh không ngừng, hoạt động đầu tư của các SWF vào các doanh nghiệp mục tiêu đạt quy mô ngày càng lớn hơn, nên nhu cầu nghiên cứu về ảnh hưởng của đầu tư của SWF đến doanh nghiệp mục tiêu ngày càng cấp thiết hơn. 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 tác động của sở hữu SWF đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp mục tiêu, thể hiện sự phức tạp về khả năng tác động của SWF đối với doanh nghiệp mục tiêu. SWF ngoài nhiệm vụ đầu tư sinh lời còn là một cơ quan đại diện cho nhà nước. Do đó, tùy theo mục tiêu của nhà nước và sự tách bạch giữa nhiệm vụ bảo toàn, phát triển vốn nhà nước, thì mục tiêu là công cụ để điều chỉnh, điều tiết nền kinh tế, xã hội hoặc mục tiêu chính trị, mà tác động của sở hữu của SWF đến doanh nghiệp mục tiêu sẽ khác nhau. Điều này dẫn đến thực tế cần đánh giá hiệu quả đầu tư của SWF không chỉ qua các thước đo về mặt tài chính, mà cần có cái nhìn toàn diện hơn thông qua bao gồm cả các thước đo về hiệu quả xã hội. Tuy nhiên, đến nay cũng chưa có nghiên cứu nào phân tích cùng lúc về cả hai khía cạnh này.

Tại Việt Nam, với mục tiêu xây dựng nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, kinh tế tập thể cùng với kinh tế nhà nước là nền tảng của nền kinh tế, kinh tế tư nhân là một động lực quan trọng. Tuy nhiên, về thực tiễn hiệu quả sản xuất, kinh doanh, nhất là về đầu tư tài chính thì nhiều doanh nghiệp nhà nước có hiệu quả chưa cao, nhiều đơn vị còn bị thua lỗ kéo dài ảnh hưởng đến vị thế, vai trò của Kinh tế nhà nước. Cách thức tổ chức quản lý của các doanh nghiệp nhà nước vẫn chưa theo kịp với cơ chế thị trường. Đảng và Nhà nước ta luôn hoàn thiện thể chế kinh tế, điều tiết

kinh tế vĩ mô trên cơ sở tôn trọng các quy luật thị trường, thực hiện phân công, phân cấp, phân quyền, chuyên môn hoá trong quản lý nhà nước nhằm đảm bảo tính thống nhất xây dựng nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa; trong số các vấn đề đó có cơ chế tách bạch chức năng quản lý của Nhà nước về kinh tế đối với doanh nghiệp và chức năng kinh doanh của chủ sở hữu doanh nghiệp. Để cải cách mô hình quản lý vốn đầu tư của các doanh nghiệp nhà nước, Chính phủ đã cho ra đời Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước nhằm một mặt đổi mới mô hình quản lý các DNNN, mặt khác nhằm nâng cao hiệu quả đầu tư tài chính tại các DNNN. Về mặt lý luận thành lập Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước SCIC hoạt động theo mô hình đầu tư của SWF là một minh chứng sống động cho việc nâng cao hiệu quả hoạt động, vai trò của DNNN trong tiến trình xây dựng nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Qua 15 năm thành lập và phát triển SCIC đã tiếp nhận quyền đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại 1.075 doanh nghiệp, với tổng giá trị vốn nhà nước hơn 30.275 tỷ đồng (chiếm khoảng 2% tổng số vốn nhà nước tại các doanh nghiệp), trong đó có 24 tổng công ty và tập đoàn, 34 công ty trách nhiệm hữu hạn một, hai thành viên; tổng nguồn thu cổ tức cho nhà nước giai đoạn 2006 - 2019 của các doanh nghiệp trong danh mục quản lý của SCIC đạt 38.813 tỷ đồng; cho thấy các nỗ lực của chính phủ trong việc tách bạch chức năng quản lý hành chính nhà nước, đã từng bước 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, đặc biệt trong quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước. Năm 2020, doanh thu của SCIC đạt 7.945 tỷ đồng, bằng 115% kế hoạch. Lợi nhuận trước thuế ước đạt 6.588 tỷ đồng, bằng 136% kế hoạch; lợi nhuận sau thuế đạt 6.197 tỷ đồng, bằng 136% kế hoạch. Nộp ngân sách nhà nước ước đạt 9.337 tỷ đồng, gấp 2,7 lần so với kế hoạch. Danh mục doanh nghiệp của SCIC còn 147 doanh nghiệp với giá trị vốn nhà nước hơn 39.000 tỷ đồng, trên tổng số vốn điều lệ là 120.000 tỷ đồng (báo cáo của SCIC năm 2020).

Mặc dù đạt được một số thành tựu nhất định, thực tiễn hoạt động của SCIC còn nhiều tồn tại, hạn chế. 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 hạn chế. Định hướng đầu tư của SCIC còn chưa ổn định, chưa xây dựng được danh mục đầu tư chuẩn về dài hạn.

Quy mô vốn do SCIC quản lý ngày càng tăng và thực tiễn tại Việt Nam cho thấy còn những tồn tại, vướng mắc, nên việc đánh giá vai trò của SCIC ở những doanh nghiệp mục tiêu sẽ mang lại nhiều ý nghĩa quan trọng. Hơn nữa, với những bài học kinh nghiệm từ chiến lược đầu tư của một số SWF trên thế giới, SCIC có thể có được những cải tiến tốt hơn đối với mô hình đầu tư, nâng cao hiệu quả đóng góp cho nền kinh tế Việt Nam. Hiện nay, chúng ta có thể tìm hiểu điển hình các mô hình đầu tư vốn lâu dài hơn như Temasek của Singapore, SASAC và SDIC của Trung Quốc, Khazanah của Malaysia, Pháp... Nghiên cứu đúc kết chiến lược đầu tư và hiệu quả đầu tư của các SWF có nhiều ý nghĩa thực tiễn đó là cung cấp bài học kinh nghiệm cho Việt Nam và cung cấp thêm các bằng chứng thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến chiến lược cũng như hiệu quả đầu tư của các SWF. Cuối cùng, tiêu chí đánh giá hiệu quả của các SWF 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, tuy nhiên, cho đến nay vẫn chưa có nghiên cứu nào cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho việc này. Một lần nữa, do SWF, trong đó có SCIC, là cơ quan quản lý và đầu tư vốn nhà nước, nên việc xem xét hiệu quả ở cả hai nhiệm vụ đầu tư (mặt tài chính) và nhiệm vụ xã hội là cần thiết. Rõ ràng, cần có sự đối sánh với các SWF ở các quốc gia khác, trong đó có Trung Quốc, để là rõ mô hình ở các quốc gia này có xu hướng tách bạch giữa hai nhiệm vụ này hay không, và các SWF có khuynh hướng ưu tiên nhiệm vụ nào. Ngoài ra, việc các SWF khác tập trung quản lý phần vốn của nhà nước ở các ngành công nghiệp nào cũng giúp đưa ra các hàm ý chính trị xã hội quan trọng cho việc nâng cao hiệu quả của SCIC. Mặt khác, quá trình vận hành của SCIC còn nhiều bất cập trong các hoạt động đầu tư, chiến lược đầu tư, không như

mong muốn ban đầu khi thành lập, đặc biệt là các vấn đề được nhìn nhận và giải quyết dưới góc độ kinh tế chính trị.

Song song đó, việc phân tích hiệu quả đầu tư của SCIC là vấn đề cần thiết để đề xuất giải pháp chính sách nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC, trong đó vấn đề sở hữu, tổ chức, phân phối có ý nghĩa quan trọng trong quá trình chuyển đổi DNNN, khẳng định đây là mô hình, hướng đi phù hợp phù hợp với kinh tế thị trường. Đặc biệt, cuộc cách mạng công nghiệp 4.0 và kinh tế số phát triển mạnh mẽ thì kỳ vọng SCIC ngày càng lớn hơn với vai trò nhà đầu tư vốn chiến lược của nhà nước, SCIC cần tối ưu hóa hiệu quả vốn đầu tư để tạo nền tảng cho phát triển, góp phần thúc đẩy chuyển dịch cơ cấu kinh tế đất nước. Với các ý nghĩa quan trọng như trên, tác giả lựa chọn đề tài **“Nâng cao hiệu quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước ở Việt Nam”** làm đề tài luận án tiến sĩ chuyên ngành kinh tế chính trị.

2. Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu

2.1. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu tổng quát: Luận án phân tích, đánh giá hiệu quả hoạt động đầu tư của SCIC một cách toàn diện, từ đó đưa ra các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả đầu tư của SCIC.

Mục tiêu cụ thể: Luận án thực hiện với ba mục tiêu cụ thể như sau:

Thứ nhất, xây dựng khung lý thuyết trong phân tích, đánh giá hiệu quả hoạt động đầu tư của SCIC, xác định các tiêu chí đánh giá hoạt động đầu tư của SCIC.

Thứ hai, xác định các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SCIC ở các doanh nghiệp mục tiêu trong nước tại Việt Nam, đây cũng là chiến lược đầu tư của SCIC.

Thứ ba, đưa ra các giải pháp quan trọng về sở hữu vốn nhà nước tại doanh nghiệp mục tiêu của SCIC, các giải pháp cấp doanh nghiệp và cấp nhà nước nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC.

2.2. Câu hỏi nghiên cứu

Để giải quyết ba mục tiêu trên, luận án tập trung giải quyết các câu hỏi nghiên cứu sau đây:

Một là, cơ sở lý thuyết nào đánh giá hiệu quả hoạt động đầu tư của SCIC? hiệu quả tài chính và phi tài chính của SCIC được đánh giá như thế nào?

Hai là, nhân tố nào ảnh hưởng đến mức sở hữu của SCIC ở các doanh nghiệp mục tiêu? SCIC có khuynh hướng đầu tư vào một doanh nghiệp mục tiêu với những đặc điểm gì và điều này có khác gì so với các SWF trên thế giới?

Ba là, những giải pháp nào nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC?

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

3.1. Đối tượng nghiên cứu

Đề tài nghiên cứu hiệu quả hoạt động đầu tư của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước ở Việt Nam.

3.2. Phạm vi nghiên cứu

Phạm vi về không gian nghiên cứu: Luận án tập trung lược khảo các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm có liên quan đến hiệu quả hoạt động đầu tư của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước SCIC và các doanh nghiệp niêm yết mà SCIC đầu tư. Đồng thời, luận án đề cập đến kinh nghiệm của một số quốc gia trên thế giới.

Phạm vi về nội dung nghiên cứu: Luận án đánh giá hiệu quả hoạt động đầu tư của SCIC (hiệu quả tài chính và hiện quả phi tài chính) tại các doanh nghiệp trong nước nhận đầu tư của SCIC, luận án mở rộng phân tích hiệu quả đầu tư các SWF phi hàng hoá trên thế giới các quốc gia là Pháp, Malaysia, Singapore, Trung Quốc (do các SWF này cùng loại với SCIC) và các doanh nghiệp niêm yết mà các SWF đầu tư tương ứng.

Phạm vi về thời gian nghiên cứu: Luận án sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết thời gian là từ 2008 đến năm 2018, mở rộng ra các SWF trên thế giới

các quốc gia là Pháp, Malaysia, Singapore, Trung Quốc. Dự báo xu hướng phát triển của SCIC từ đây đến năm 2025 tầm nhìn đến 2030.

4. Phương pháp nghiên cứu

Với phương pháp tiếp cận về sở hữu, về chiến lược đầu tư và vai trò của SCIC trong nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Luận án sẽ sử dụng cả 2 phương pháp là phân tích định tính và định lượng,

4.1. Phương pháp nghiên cứu định tính

Với phân tích định tính, luận án sử dụng các phương pháp: phân tích, tổng hợp, so sánh từ các nghiên cứu trước cũng như các tài liệu, báo cáo chính thức từ SWF, SCIC để xác định mục tiêu, cách thức hoạt động, hệ thống tổ chức, mô hình và cách thức đầu tư của SWF, SCIC; xác định các yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến mức sở hữu. Ngoài ra, tác giả còn trình tiến hành thu thập số liệu trong các hệ thống báo cáo tài chính, báo cáo của các doanh nghiệp mục tiêu thuộc SCIC và các báo cáo của SCIC để tiến hành nghiên cứu thực nghiệm về hiệu quả hoạt động của SCIC.

Tác giả thực hiện phỏng vấn sâu nhằm kiểm tra, đánh giá sự phù hợp của các yếu tố có thể tác động đến mức sở hữu của SCIC đến các doanh nghiệp mục tiêu. Các đối tượng được phỏng vấn sâu là những chuyên gia, nhà khoa học, các nhà quản lý của SCIC và các doanh nghiệp mục tiêu.

Các phương pháp cụ thể: phương pháp so sánh đối chiếu, phương pháp phân tích, tổng hợp, phương pháp phỏng vấn chuyên gia.

Bên cạnh đó sử dụng phân tích tác động của mức sở hữu của SWF đến hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu, nhằm đánh giá xu hướng ảnh hưởng của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp. Điều này nhằm tạo cơ sở cho các so sánh, đối chiếu với kết quả định lượng.

4.2. Phương pháp nghiên cứu định lượng

Với mục tiêu phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SCIC ở các DN mục tiêu Việt Nam: Sử dụng chủ yếu phương pháp định lượng với dữ liệu thu thập dữ liệu từ Thomson Reuters liên quan đến dữ liệu tài chính và sở hữu của các doanh nghiệp mục tiêu (là các doanh nghiệp nhận đầu tư của SWF), cấu trúc thành dữ liệu bảng và áp dụng hồi quy đa biến để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của các SWF ở các doanh nghiệp mục tiêu. Phương pháp định lượng ở đây là hồi quy đa biến System GMM. Ngoài ra, còn phân tích tương quan và thống kê mô tả của các biến trong mô hình để hiểu hơn về mối quan hệ của các nhân tố đến mức sở hữu của SWF.

Với mục tiêu đánh giá hiệu quả hoạt động của đầu tư của SCIC: Sử dụng phương pháp phân tích định lượng, cụ thể là thu thập dữ liệu bảng gồm tình hình tài chính, mức sở hữu của SWF ở các công ty mục tiêu trong giai đoạn 2008 -2018. Sau đó, tác giả sử dụng hồi quy phân vị, trong đó tác động của các nhân tố đến hiệu quả của công ty mục tiêu được xác định ở từng mức cao và thấp của biến phụ thuộc.

Các kết quả nghiên cứu định tính và định lượng sẽ bổ trợ nhau, giúp đánh giá được hiệu quả của các SWF trong mẫu nghiên cứu so với các SWF trong các nghiên cứu khác, từ đó đưa ra các hàm ý phù hợp.

5. Những đóng góp khoa học mới của Luận án

Về khoa học, trên cơ sở tiếp cận và tổng hợp các lý thuyết về công ty đầu tư vốn nhà nước một cách có hệ thống, luận án xây dựng khung phân tích đánh giá hiệu quả hoạt động của công ty đầu tư vốn nhà nước, vai trò SCIC trong điều kiện phát triển nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Luận án mở rộng phần thảo luận phần lý thuyết về vai trò của SCIC đối với các mục tiêu tài chính, kinh tế xã hội.

Về phương pháp tiếp cận, luận án đóng góp thông qua xây dựng các giả thuyết nghiên cứu cũng như đề xuất phương pháp nghiên cứu phù hợp để giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SCIC tại các doanh nghiệp mục tiêu. Thông qua các

giả thuyết nghiên cứu trên cơ sở liên kết các lý thuyết và phương pháp nghiên cứu phù hợp để giải quyết những tiêu chí đánh giá hiệu quả hoạt động SCIC. Luận án so sánh hiệu quả đầu tư của SCIC và các SWF khác, điều này cũng sẽ giúp đưa ra những hàm ý về kinh tế chính trị liên quan đến đầu tư của SCIC.

Về mặt thực tiễn, luận án phân tích hiệu quả hoạt động của SCIC một cách có hệ thống thông qua việc sử dụng chuỗi số liệu thống kê mô tả, so sánh đối chứng và phân tích tổng hợp dưới góc độ kinh tế chính trị, nhận diện được những điểm thành công và những điểm còn tồn tại cùng nguyên nhân. Ngoài đánh giá hiệu quả tài chính, luận án cũng sử dụng bổ sung các chỉ số về hiệu quả xã hội như việc làm, thu nhập, mức nộp thuế và đây một đóng góp quan trọng nhằm đánh giá một cách toàn diện hiệu quả của SCIC. Việc so sánh SCIC và các SWF trong cả hai phương diện hiệu quả sẽ giúp làm rõ các SWF ưu tiên phương diện nào, đây sẽ là cơ sở khoa học để đưa ra các hàm ý tại Việt Nam trong việc định hướng các hoạt động của SCIC.

Với kết quả nghiên cứu, tác giả kỳ vọng rằng luận án sẽ là một đóng góp có giá trị cho việc sử dụng có hiệu quả nguồn vốn đầu tư của nhà nước, là tài liệu tham khảo hữu ích cho các nhà quản lý, các nhà nghiên cứu.

6. Bố cục của Luận án

Bố cục của Luận án gồm: Mở đầu, 5 chương, Kết luận, Tài liệu tham khảo và Phụ lục. Nội dung của 5 chương bao gồm:

Chương 1: Tổng quan nghiên cứu về công ty đầu tư vốn nhà nước

Chương 1 khảo cứu các nghiên cứu liên quan ở trong nước và ngoài nước về hiệu quả hoạt động của công ty đầu tư vốn nhà nước (SWF), cụ thể là về các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF, chiến lược lựa chọn các doanh nghiệp mục tiêu của các SWF. Từ đó, tác giả tìm khoảng trống nghiên cứu, đồng thời kế thừa các nghiên cứu trước cả về lý thuyết và thực tiễn để nghiên cứu về SCIC.

Chương 2: Cơ sở lý thuyết về hiệu quả hoạt động công ty đầu tư vốn nhà nước

Chương này thảo luận các lý thuyết nền trong luận án, trình bày cụ thể các khái niệm liên quan, các tiêu chí đánh giá hiệu quả đầu tư, ý nghĩa của các lý thuyết và sự liên hệ của các lý thuyết đến mô hình công ty đầu tư vốn nhà nước (SWF). Thảo luận sự liên quan của các lý thuyết trên đến thực tiễn mô hình đầu tư của SCIC. Đây là phần cơ sở lý thuyết quan trọng, cùng với tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm sẽ giúp xây dựng cơ sở các giả thuyết trong luận án, khung nghiên cứu của luận án.

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu và nguồn dữ liệu

Luận án sử dụng phương pháp phân tích định tính và định lượng, gồm các mục về giả thuyết, lựa chọn mô hình, phương pháp phân tích định lượng mô hình và giới thiệu mô tả cơ sở dữ liệu. Giả thuyết được xây dựng từ chương lý thuyết và tổng quan. Mô hình nghiên cứu gồm về các nhân tố ảnh hưởng đến sở hữu của các SWF ở doanh nghiệp mục tiêu và tác động của sở hữu, đầu tư này đến hiệu quả của các doanh nghiệp mục tiêu.

Chương 4: Phân tích thực trạng hiệu quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước ở Việt Nam

Luận án khái quát quá trình hình thành và phát triển của SCIC; vai trò, chức năng hoạt động kinh doanh vốn Nhà nước của SCIC; phân tích thực trạng sở hữu SCIC và các đặc điểm của doanh nghiệp; phân tích thực trạng hiệu quả hoạt động của SCIC và so sánh với các SWF khác trên thế giới, đưa ra những thành công, hạn chế trong hiệu quả hoạt động của SCIC.

Chương 5: Quan điểm và giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước ở Việt Nam

Chương 5 trình bày các cơ sở để đưa ra các quan điểm, giải pháp nhằm cải thiện hiệu quả hoạt động của SCIC. Các cơ sở dựa trên định hướng của nhà nước, bài học kinh nghiệm từ một số SWF phi hàng hóa, các kết quả nghiên cứu của luận án. Dựa trên các cơ sở này, luận án cung cấp các giải pháp ở cấp doanh nghiệp và cấp nhà nước nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC

CHƯƠNG 1:

TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VỀ CÔNG TY ĐẦU TƯ VỐN NHÀ NƯỚC

1.1. Các nghiên cứu thực nghiệm nước ngoài về công ty đầu tư vốn nhà nước

Công ty đầu tư vốn nhà nước, trên thế giới gọi là Quỹ đầu tư quốc gia (SWF - Sovereign Wealth Fund), qua tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm nước ngoài liên quan đến đề tài, tác giả chia thành ba nhóm nội dung như sau:

1.1.1. Các yếu tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF tại các doanh nghiệp mục tiêu

SWF được sở hữu bởi nhà nước và được hình thành, chịu cách thức quản lý khác so với các quỹ đầu tư tư nhân lớn. Các quỹ này có nhiều khả năng theo đuổi các mục đích phi tài chính như phục vụ các lợi ích mang tính chiến lược tầm quốc gia, phát triển kinh tế và các mục đích tương tự khác. Mặc dù quy mô ngày càng tăng của các SWF ngụ ý rằng SWF đang trở thành những nhân tố quan trọng trong thị trường tài chính, hành vi và mục tiêu của họ thường không được biết rõ ràng (Kotter và Lel, 2011), do đó vẫn cần nhiều nghiên cứu phân tích xem xét các chiến lược đầu tư này.

Về khoảng thời gian đầu tư, trong khi các quỹ mạo hiểm (hedge fund) hoặc các nhà đầu tư quỹ tương hỗ (mutual fund) quan tâm đến việc tối đa hóa lợi nhuận, SWF có khuynh hướng theo đuổi các mục tiêu chiến lược dài hạn (Chesterman, 2008).

Blundell-Wignall và cộng sự (2008) nghiên cứu về sự khác biệt giữa SWF và các quỹ hưu trí công chúng. Kết quả cho thấy trong khi các quỹ hưu trí công cộng có các khoản nghĩa vụ được xác định rõ ràng trong dài hạn, SWF có xu hướng có mục tiêu rộng lớn và không có bất kỳ nghĩa vụ cụ thể nào. Vì vậy, mặc dù cùng có xu hướng đầu tư dài hạn, quỹ hưu trí công chúng có thời hạn đầu tư dài hơn và được xác định rõ hơn so với SWF.

Nghiên cứu của Gangi và cộng sự (2018) phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư và tác động của SWF phân theo phạm vi và nguồn gốc của tài sản của SWF. Kết quả nghiên cứu cho thấy các quỹ dự phòng (reserve funds), quỹ tiết kiệm (saving funds) và quỹ phi hàng hóa (non-commodity funds) thường có khả năng chọn đầu tư vào các doanh nghiệp có hiệu quả tốt. Ngoài ra, các quỹ tiết kiệm và dự phòng thường thụ động trong việc quản lý các khoản đầu tư, trong khi các quỹ có nhiều mục tiêu và chuyên phục vụ mục đích phát triển của quốc gia thường có tác động tiêu cực đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu. Các kết quả này xác nhận sự không tương đồng của SWF về mặt chiến lược đầu tư.

Một số nghiên cứu tập trung xem xét các yếu tố liên quan đến chính trị trong các quyết định đầu tư của SWF. Các nghiên cứu đã chỉ ra rằng SWF chịu áp lực chính trị trong việc hỗ trợ các mục tiêu ngắn hạn và trong nước (Shleifer và Vishny, 1994). Do đó, SWF không chỉ có mục đích tài chính (Alsweilem và cộng sự, 2015). Áp lực chính trị ảnh hưởng đến quá trình ra quyết định của SWF có thể khiến họ đưa ra quyết định đầu tư lệch lạc. SWF hướng đầu tư của họ vào các ngành công nghiệp địa phương nơi nhu cầu xã hội nhạy cảm hơn, do đó họ thừa nhận sự đánh đổi giữa lợi nhuận tài chính và lợi ích xã hội.

Bernstein và cộng sự (2013) lập luận rằng đầu tư trong nước cao hơn, đó là một dấu hiệu của sự đa dạng hóa kém. SWF với sự kiểm soát cao hơn bởi các chính trị gia có khả năng tập trung đầu tư nội địa cao hơn so với SWF được kiểm soát bởi các nhà quản lý bên ngoài. Xu hướng đầu tư nội địa còn rõ hơn đối với các SWF được sở hữu bởi các quốc gia ít dân chủ hơn và kém minh bạch hơn (Chhaochharia và Laeven, 2009). Knill và cộng sự (2012a) thấy rằng quan hệ chính trị đóng một vai trò quan trọng trong các quyết định đầu tư của SWFs. Trong khi đó, Avendano và Santiso (2009) cho rằng các quyết định đầu tư của SWF không bị ảnh hưởng bởi yếu tố chính trị và hiệu quả đầu tư vẫn tốt so với quỹ tương hỗ.

Kaminski (2016) nghiên cứu về tầm quan trọng của các khoản đầu tư bởi SWF trong ngành năng lượng trên toàn cầu về khía cạnh chính trị. Kết quả cho thấy các SWF

Trung Quốc rất khác với các nhà đầu tư tư nhân về các khoản đầu tư trong ngành năng lượng và có thể phương hại đến các doanh nghiệp châu Âu. Bằng việc đưa các đại diện SWF Trung Quốc vào ban quản trị doanh nghiệp mục tiêu, Trung Quốc đã có được các thông tin nhạy cảm nhằm chuyển về các doanh nghiệp đối thủ ở Trung Quốc. Hơn nữa, các SWF tạo điều kiện cho Trung Quốc nắm giữ quyền kiểm soát đối với các doanh nghiệp trong ngành năng lượng cũng như các cơ sở hạ tầng, từ đó làm tăng khả năng ảnh hưởng chính trị đến các quốc gia châu Âu.

Sử dụng mẫu gồm 302 doanh nghiệp mục tiêu và 527 các khoản đầu tư của SWF, Grira và cộng sự (2018) xem xét ảnh hưởng của rủi ro chính trị (sử dụng 4 khía cạnh) đến các quyết định đầu tư của SWF. Kết quả cho thấy, các mâu thuẫn và xu hướng dân chủ có ảnh hưởng đáng kể đến đầu tư của SWF, trong khi chất lượng thể chế và sự can thiệp của chính phủ ít có tác động.

Ngoài yếu tố chính trị, các yếu tố kinh tế vĩ mô cũng có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các quỹ này. Một số SWF đa dạng hóa danh mục đầu tư của họ vào tài sản ở các quốc gia khác khi các quốc gia đó có sự ổn định cao về thể chế và kinh tế. Các tiêu chí đầu tư của SWFs có thể còn khác nhau tùy thuộc tài sản thuộc các quốc gia OECD và không thuộc OECD. Các quỹ cũng có xu hướng tái đầu tư vào một quốc gia sau lần đầu tiên đầu tư vào quốc gia đó (Candelon và cộng sự, 2011). SWF cũng có xu hướng đầu tư vào các quốc gia có thể chế pháp lý vững chắc (Chhaochharia và Laeven, 2009).

Về mặt danh mục ngành đầu tư, nghiên cứu của Dyck và Morse (2011) cho thấy các SWF dù cũng có xu hướng đa dạng hóa tài sản, nhưng tập trung vào các ngành công nghiệp viễn thông, vận tải, năng lượng và đặc biệt là ngành tài chính. Chhaochharia và Leaven (2008) cũng thể hiện quan điểm về danh mục đầu tư kém đa dạng về mặt địa lý và ngành. Cụ thể, các SWF trong nghiên cứu Chhaochharia và Leaven (2008) tập trung chủ yếu vào ngành dầu mỏ và chỉ tập trung vào các doanh nghiệp có quy mô vốn hóa lớn.

Các nghiên cứu cho thấy các kết quả không thống nhất về xu hướng chiến lược quản trị doanh nghiệp mục tiêu. Bortolotti và cộng sự (2009) cho rằng SWF thường muốn nắm giữ cổ phần đủ lớn để trở thành cổ đông kiểm soát trong công ty mục tiêu. Đồng quan điểm này, Dewenter và cộng sự (2010) cho rằng SWF đóng vai trò tích cực trong một số quyết định của các công ty mục tiêu như quản trị các nguồn thu, đề xuất và chọn giám đốc. Trong khi đó, Fernandes (2009) cho rằng các SWF không có mục tiêu kiểm soát các doanh nghiệp nhận đầu tư vốn, và số tiền đầu tư của SWF chỉ ở mức 0.74% cổ phần doanh nghiệp mục tiêu, quá nhỏ để có thể kiểm soát doanh nghiệp đó. Trong nghiên cứu về đầu tư của SWF ở Mỹ, Rose (2008) cho thấy SWF không thực hiện bất kỳ hành động nào thể hiện mong muốn kiểm soát doanh nghiệp mục tiêu.

Về các chiến lược đầu tư liên quan đến giá cổ phiếu, nghiên cứu của Bernstein và cộng sự (2013) thấy rằng tỷ lệ giá trên thu nhập cho các khoản đầu tư trong nước của họ thấp hơn các khoản đầu tư quốc tế của họ. Kotter và Lel (2011) cho rằng SWF có xu hướng đầu tư vào các công ty hoạt động kém, gặp khó khăn về tài chính, đa quốc gia và nằm ở các nước phát triển tài chính. Fernandes (2009) cho thấy SWF có xu hướng lựa chọn cổ phiếu của các công ty lớn và có lợi nhuận ở các quốc gia có tiêu chuẩn quản trị mạnh với sự giám sát của nhà phân tích cao. Trong khi đó, ngược với các nghiên cứu trên, Avendano và Santiso (2009) cho thấy so với các nhà đầu tư tổ chức khác, SWF ít có khả năng thực hiện đầu tư vào cổ phiếu doanh nghiệp.

1.1.2. Các tác động từ đầu tư, hiệu quả hoạt động của SWF

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 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 mục tiêu theo cách không phù hợp, nên làm giảm giá trị của công ty mục tiêu. Chẳng

hạn, bằng cách mua cổ phần lớn trong các doanh nghiệp mục tiêu, SWF có thể làm giảm quyền lực của cổ đông thiểu số và theo đuổi các lợi ích khác ngoài tối đa hóa hiệu suất danh mục đầu tư. Trong phạm vi SWF sử dụng danh mục đầu tư của họ chủ yếu để đạt được các mục tiêu chính trị và xã hội, có thể kỳ vọng về mối quan hệ ngược chiều giữa giá trị doanh nghiệp và mức sở hữu của 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. Khoảng thời gian đầu tư dài hạn này có thể giúp ích đáng kể cho một số công ty bằng cách nói lỏng các hạn chế tài chính, từ đó cho phép họ thực hiện các khoản đầu tư đầy hứa hẹn với các khoản nghĩa vụ thanh toán trong thời hạn dài hơn. Với những lợi thế quan trọng, có thể thấy SWF được kỳ vọng có tác động tích cực đến hiệu quả công ty mục tiêu.

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 điều tra 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, 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 một lượng cổ phần nhỏ, không đủ để ảnh hưởng đến biến động giá cổ phiếu của công ty mục tiêu. 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 do đó 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 và 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 đầu tư của cả SWF và các tổ chức tư nhân khác đều có hiệu ứng 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.

Fernandes (2009) phân tích một trong những bộ dữ liệu lớn nhất liên quan đến đầu tư của SWF và chỉ ra rằng có một phần bù cho cổ đông của các công ty nhận đầu

từ SWF. So với các công ty khác, các công ty mục tiêu nhận đầu tư của SWF có xu hướng có giá trị cao hơn 10-15%, với các yếu tố khác không thay đổi. 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 (credit default swap premium). 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 (2012b) 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. Những kết quả này được hỗ trợ bởi Knill và cộng sự (2012), những người nhận thấy rằng các quốc gia sản xuất dầu có lợi nhuận bất thường âm cho khoản đầu tư của họ vào các mục tiêu phi tài chính. 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.

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.

Nghiên cứu của Gangi và cộng sự (2018) phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư và tác động của SWF phân theo phạm vi và nguồn gốc của tài sản của SWF. Kết quả nghiên cứu cho thấy các quỹ dự phòng (reserve funds) và quỹ tiết kiệm (saving funds) và quỹ phi hàng hóa (non-commodity funds) thường có khả năng chọn đầu tư vào các doanh nghiệp có hiệu quả tốt. Các quỹ tiết kiệm và dự phòng thường thụ động trong việc quản lý các khoản đầu tư, trong khi các quỹ có nhiều mục tiêu và chuyên phục vụ mục đích phát triển thường có tác động tiêu cực đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu. Các kết quả này xác nhận sự không tương đồng của SWF về mặt chiến lược đầu tư.

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 (event study) 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. 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.

1.1.3. Vấn đề minh bạch và cơ chế quản trị của SWF

Về vấn đề minh bạch, rất ít SWF tiết lộ thông tin về hoạt động và tình hình tài chính của họ, vì hầu hết trong số họ có xu hướng không tiết lộ loại thông tin này. SWF hoạt động theo quy định bởi chính phủ của họ. Là chủ sở hữu duy nhất của các quỹ chịu trách nhiệm theo quy định riêng của mình, các chính phủ có xu hướng khá tự do liên quan đến việc xác định một cơ sở pháp lý điều hành. Do đó, quyết định duy

trì mức độ minh bạch được coi là quyết định tự nguyện chứ không phải là nghĩa vụ, do đó trách nhiệm giải trình và minh bạch khác nhau giữa các quỹ. Trong khi các quốc gia như Na Uy và Singapore nỗ lực nâng cao mức độ minh bạch SWF, thì hầu hết các SWF lớn nhất thế giới, đặc biệt là những SWF đến từ Trung Quốc và Trung Đông vẫn không tiết lộ mục tiêu của họ.

Aggarwal và cộng sự (2018) cũng nhấn mạnh về tính minh bạch kém của các SWF, nên thường mục tiêu của các khoản đầu tư bởi SWF cũng gây ra các nghi hoặc và quan ngại. Các động cơ mang tính chiến lược hoặc các động cơ không mang tính kinh tế của các khoản đầu tư SWF được giám sát bởi ban quản trị. Aggarwal và cộng sự (2018) sử dụng dữ liệu 49 SWF có quy mô lớn trên toàn cầu, và cho thấy văn hóa của từng quốc gia có ảnh hưởng đến cơ chế quản trị bên trong SWF. Cơ chế quản trị SWF thường kém hơn với các nền văn hóa có khoảng cách quyền lực là cao, tính cá nhân cao và nữ quyền thấp, trong khi cơ chế sẽ tốt hơn với các nền văn hóa có tầm nhìn dài hạn và tránh các bất ổn.

Do SWF là các quỹ đầu tư thuộc sở hữu nhà nước với nguồn vốn khổng lồ, mục tiêu và hoạt động của các SWF đó không nên được giữ bí mật (Johnson, 2015). Về vấn đề này, nguyên tắc Santiago đã ra đời để khuyến khích các cơ chế quản trị tốt, có trách nhiệm và minh bạch giữa các SWF, nhằm thúc đẩy một môi trường cho phép hiểu biết sâu sắc hơn và sâu sắc hơn về các hoạt động SWF.

Sự gia tăng về số lượng và quy mô của SWF phản ánh tầm quan trọng rất lớn của các quốc gia trong việc quản lý và sở hữu tài sản quốc tế, một phần là thông qua đầu tư vào các doanh nghiệp mục tiêu. Không những quan trọng ở vai trò góp vốn, sự tham gia của SWF còn có thể dẫn đến sự thay đổi trong cấu trúc quản trị doanh nghiệp mục tiêu, do việc các SWF có thể theo đuổi các mục tiêu chính trị khi mua cổ phần lớn, đặc biệt là trong các ngành công nghiệp chiến lược (Megginson và Fotak, 2014).

Do đó, một xu hướng nghiên cứu khác tập trung vào khía cạnh quản trị của SWF đối với các doanh nghiệp mục tiêu. Chen, Harford và Li (2007) và Bortolotti và

cộng sự (2009) dự đoán SWF nước ngoài gặp khó khăn trong vai trò giám sát cũng như khó có khả năng tác động tích cực đến quản trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp mục tiêu. Các nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt là những nhà đầu tư có tầm ảnh hưởng lớn như chính phủ nước ngoài và các tổ chức liên quan đến chính phủ, quan ngại phải đóng vai trò quản trị tích cực vì không muốn tạo ra sự phản đối chính trị hoặc phản ứng pháp lý. Ngoài ra, vai trò giám sát của các nhà đầu tư nước ngoài như vậy sẽ bị giảm thêm do họ khó thoái vốn nếu muốn thể hiện sự phản đối với ban quản trị doanh nghiệp mục tiêu, vì việc bán một lượng lớn cổ phiếu cũng có thể gây ra sự phân nộ giữa ban quản lý, cơ quan quản lý và người tham gia thị trường (Bortolotti và cộng sự, 2009).

Như vậy, khả năng đe dọa ban quản trị doanh nghiệp mục tiêu bằng cách rút lui như Parrino, Sias và Starks (2003) và Admati và Pfleiderer (2009) hoặc thể hiện qua việc bỏ phiếu (Del Guerico, Seery và Woitdke, 2008) đều khó khả thi với các SWF nước ngoài. Bortolotti và cộng sự (2009) do đó cho rằng SWF nước ngoài là một trong những nhà đầu tư gặp nhiều hạn chế nhất, và các đầu tư xuyên biên giới sẽ có hiệu quả kém hơn so với các công ty khác cũng đầu tư vào cùng một doanh nghiệp mục tiêu.

Tuy nhiên, Dinc và Erel (2013) cho thấy điều ngược lại: các SWF nước ngoài nếu có các hành vi nào khác ngoài việc là nhà đầu tư thụ động sẽ gây ra các áp lực chính trị hoặc các phản đối về mặt pháp lý. Điều này là do SWF được sở hữu bởi chính quyền của một quốc gia khác. Nghiên cứu Miracky, Dyer, Fisher, Goldner, Lagarde và Pedrahita (2008) và Mechropouya, Huang và Barnett (2009) cho thấy thậm chí khi các SWF nắm phần sở hữu lớn, các quỹ này cũng hiếm khi can thiệp vào việc quản lý của các giám đốc.

Khả năng quản trị doanh nghiệp mục tiêu của SWF cũng gặp khó khăn do SWF có đội ngũ nhân viên nhỏ so với lượng tài sản quản lý. Trong khi các quỹ SWF lớn nhất như GPFG và CIC có tổng số nhân viên ít hơn 3.000 người, thì Fidelity Investment cũng quản lý tài sản có giá trị tương đương nhưng có số nhân viên lên đến

38.000 người, hơn 10 lần nhân viên của SWF. Với đội ngũ nhân viên ít người, SWF sẽ không có đủ nguồn lực để giám sát và thực hiện chức năng quản trị trong các doanh nghiệp mà họ đầu tư (Megginson và cộng sự, 2013).

1.2. Các nghiên cứu thực nghiệm trong nước về công ty đầu tư vốn nhà nước

1.2.1. Các yếu tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SCIC ở các doanh nghiệp mục tiêu

Các nghiên cứu về SCIC khá hạn chế tại Việt Nam, các nghiên cứu định lượng xem xét sở hữu của SCIC theo lược khảo của tác giả là không nhiều và chủ yếu chỉ có các mục tổng hợp báo cáo về hiệu quả đầu tư. Theo đó, các kết luận cho thấy danh mục đầu tư của SCIC chưa hợp lý, 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.

Theo Nguyễn Đức Thọ và cộng sự (2012) nhận định SCIC phù hợp nhất với loại hình quỹ phát triển SWF, mà điển hình là hỗ trợ các dự án kinh tế xã hội hoặc thúc đẩy các chính sách công nghiệp có thể nâng cao tăng trưởng sản lượng tiềm năng của quốc gia, vai trò của SCIC giống với vai trò của Ủy ban Giám sát và quản lý tài sản thuộc sở hữu nhà nước Trung Quốc (SASAC) mặc dù nó có thể khao khát giống với Temasek trong dài hạn, có thể đưa ra những suy luận về hiệu suất đầu tư của SCIC bằng cách phân tích hiệu suất của các công ty mục tiêu tạo thành một phần quan trọng trong danh mục đầu tư của nó. Nổi bật nhất trong số này là Vinamilk, có hiệu suất mạnh mẽ và quan trọng trong danh mục đầu tư của SCIC. Trong trung hạn, khi chương trình cải cách SOE giảm xuống, SCIC giảm hiệu suất sẽ được đánh giá chủ yếu về hiệu suất của danh mục đầu tư của nó, lần lượt sẽ phụ thuộc vào các quyết định danh mục đầu tư và khả năng của nó để giúp phát triển các doanh nghiệp mới hoặc để giúp mở rộng những cái hiện có với việc sử dụng vốn nhà nước hợp lý.

Nghiên cứu về các lĩnh vực đầu tư của SCIC, Phạm Thị Hương (2016) cho thấy danh mục đầu tư của SCIC gồm công ty thuộc nhiều ngành nghề, quy mô (nhưng

đa số là công ty quy mô nhỏ) và có khó khăn về tài chính. SCIC quản lý danh mục đầu tư gồm các doanh nghiệp hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác nhau của nền kinh tế như: dịch vụ tài chính, năng lượng, công nghiệp, viễn thông, xây dựng, vận tải, hàng tiêu dùng, y tế, công nghệ thông tin...; gồm các hoạt động như nhận chuyển giao phần vốn nhà nước, cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, thoái vốn nhà nước, quản trị doanh nghiệp, thực hiện vai trò của cổ đông nhà nước và thực hiện đầu tư hiện hữu, đầu tư mới phần vốn nhà nước.

Nghiên cứu về lĩnh vực hoạt động, Trần Xuân Tú (2019) cho rằng SCIC có thể sử dụng các nguồn vốn nói trên để đầu tư vào các DN thuộc mọi thành phần kinh tế (trừ các DNNN hoạt động công ích và DNNN an ninh quốc phòng). Cụ thể: Các DNNN có vốn Nhà nước đầu tư; Công ty TNHH một thành viên; Các DNNN như: DNNN hoạt động độc lập thuộc các bộ, ngành, địa phương, kể cả các Công ty cổ phần từ các DNNN độc lập thuộc các bộ, ngành, địa phương có vốn nhà nước chiếm cổ phần chi phối; các tổng công ty nhà nước và các DNNN thành viên Tổng công ty; các DN các thành phần kinh tế khác chưa có vốn nhà nước.

Về phương pháp nghiên cứu chiến lược đầu tư của SWF, SCIC, Đinh Ngọc Bảo (2016) sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, đã đánh giá được tác động của Quỹ đầu tư quốc gia đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy việc đầu tư của các SWF vào doanh nghiệp sẽ làm tăng giá cổ phiếu xoay quanh ngày thông tin được công bố ra thị trường. Điều này cũng có nghĩa rằng thị trường phản ứng tích cực với thông tin đầu tư của các SWF. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng chỉ ra được phản ứng của thị trường trong các điều kiện khác nhau (thị trường tài chính phát triển và thị trường đang phát triển như Việt Nam) đối với thông tin đầu tư của các SWF cũng có sự khác nhau. Nghiên cứu cũng đã phân tích được mối quan hệ thuận chiều của mức độ minh bạch trong công bố thông tin của các Quỹ đầu tư quốc gia và tỷ suất lợi tức của doanh nghiệp nhận vốn đầu tư từ các quỹ này. Điều này cho thấy mức độ minh bạch của SWF càng cao, thị trường phản ứng với thông tin đầu tư của các SWF càng tích cực hay nói khác hơn, kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ tỉ lệ thuận giữa mức độ công bố thông tin của các SWF và sự tăng giá của cổ phiếu doanh nghiệp

mà các SWF này đã đầu tư. Nghiên cứu thực nghiệm sẽ giúp cho các nhà đầu tư, các doanh nghiệp, các SWF cũng như chính phủ nhận biết được vai trò và tác động của SWF, từ đó sẽ có chiến lược thích hợp trong việc đầu tư cũng như thu hút vốn đầu tư nước ngoài từ những Quỹ này. Tác giả Trần Xuân Tú (2019) đã sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính như diễn giải, quy nạp, phân tích, tổng hợp để phản ánh vai trò của SCIC trong tái cấu trúc tài chính các DN có vốn đầu tư nhà nước trên cả góc độ vi mô và vĩ mô. Phương pháp phân tích tình huống được sử dụng để minh họa cho việc tái cấu trúc tài chính DN có vốn đầu tư nhà nước mà SCIC đang trực tiếp quản lý nghiên cứu thực trạng vai trò của SCIC trong hoạt động tái cấu trúc tài chính các DN có vốn đầu tư nhà nước trên góc độ đại diện chủ sở hữu nhà nước tại DN và là nhà đầu tư chiến lược của nhà nước. Qua đó chỉ ra kết quả đạt được, những hạn chế tồn tại và nguyên nhân dẫn đến những tồn tại trong việc phát huy vai trò của SCIC trong tái cấu trúc tài chính các DN có vốn đầu tư nhà nước.

Khi nghiên cứu về vai trò của SCIC trong chiến lược phát triển vốn nhà nước, với mong muốn của SCIC trở thành tập đoàn tài chính có quy mô lớn trong khu vực, nhà đầu tư chiến lược của chính phủ trong và ngoài nước; tập trung đầu tư có hiệu quả theo nguyên tắc thị trường vào các ngành, lĩnh vực then chốt, trọng yếu nhà nước cần nắm giữ vốn. Một là, phát triển hoạt động tổng công ty nằm trong tổng thể, gắn liền và góp phần thúc đẩy tiến trình tái cơ cấu, sắp xếp đổi mới và nâng cao hiệu quả doanh nghiệp nhà nước; đẩy mạnh đổi mới phương thức đầu tư vốn nhà nước, từng bước thực hiện thống nhất quyền và nghĩa vụ chủ sở hữu nhà nước tại doanh nghiệp. Hai là, tập trung đầu tư kinh doanh vốn vào các lĩnh vực then chốt, trọng yếu nhà nước cần nắm giữ chi phối, góp phần phát huy vai trò chủ đạo của kinh tế nhà nước; đồng thời phải đảm bảo hiệu quả theo nguyên tắc thị trường. Nguyễn Ngọc Sơn (2012) cho rằng nhà nước thực hiện chức năng quản lý thông qua bộ máy hành chính, nhưng chừng đó thôi chưa đủ. Còn một công cụ khác không kém phần quan trọng đó là dùng nguồn lực tài chính, thông qua việc tham gia vốn vào các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Vấn đề còn lại là làm thế nào để vốn nhà nước thành một công cụ hữu hiệu tạo động lực cho nền kinh tế. Tác giả đưa ra một số ý kiến góp phần trả lời cho

câu hỏi trên là các quyết định đầu tư vốn nhà nước được thực hiện qua nhiều cấp khác nhau không bảo đảm tính kịp thời, hiệu quả đầu tư vốn chưa cao. Đó là chưa nói đến chuyện, các quyết định đầu tư thường bị chi phối bởi các lợi ích cục bộ mà không phải lúc nào cũng đảm bảo tính khách quan. Để vốn nhà nước trở thành công cụ hữu hiệu của nền kinh tế, SCIC không chỉ phải sử dụng tốt nhất nguồn lực mình đang có mà hơn thế, cần phải biết đầu tư có trọng tâm, trọng điểm vào những lĩnh vực then chốt mà nhà nước không thể không có mặt. Bùi Đức Long (2016) cho rằng cần bổ sung vốn vào các DN có vốn của SCIC, các dự án, ngành, lĩnh vực đem lại hiệu quả nền kinh tế khác theo các phương thức: đầu tư góp vốn thành lập DN mới; góp vốn liên doanh, liên kết; mua một phần tài sản hoặc toàn bộ DN khác; đầu tư thông qua việc mua, bán cổ phiếu, trái phiếu và các công cụ tài chính khác. Trong khi đó, Võ Thanh Hà (2016) cho rằng SCIC cần quyết liệt thực hiện mục tiêu trong tổng thể chiến lược phát triển, gắn bó và đồng hành cùng DN để vốn nhà nước đầu tư tại DN được bảo toàn và phát triển. SCIC cũng cần chú trọng tập trung đầu tư vào các lĩnh vực then chốt của nền kinh tế và các lĩnh vực mà khu vực tư nhân không quan tâm hoặc không đủ năng lực đầu tư; nghiên cứu đầu tư vào những ngành mới có tính chất chiến lược quốc gia như sản phẩm khoa học công nghệ mới.

Cũng theo quan điểm này, nghiên cứu về SCIC của Dự án tăng cường năng lực quản lý tài chính doanh nghiệp để triển khai thực hiện tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước “Dự án Umbrella” (2017), là một trong những dự án hợp tác kỹ thuật giữa Bộ tài chính Việt Nam và Tổ chức Hợp tác Quốc tế Nhật Bản (JICA), đã đưa ra bốn khuyến nghị: (1) Tách bạch quyền sở hữu nhà nước với các chức năng quản lý, (2) Cải tiến cơ chế quản trị doanh nghiệp tại các DNNN đã được cổ phần hóa, (3) Tăng cường năng lực đối với hoạt động đầu tư mới, và (4) Hỗ trợ xây dựng Bộ chỉ số Quản lý rủi ro (Bộ chỉ số QLRR).

Nghiên cứu về định hướng phát triển của SCIC, nghiên cứu của JICA (2014) thì SCIC nên chuyển từ “Người quản lý” sang “Nhà đầu tư”, bài học rút ra quá trình phát triển của Temasek Holdings có thể là một bài học hữu ích cho SCIC. Cụ thể, giai đoạn 1- Temasek bắt đầu với việc tiếp nhận vốn nhà nước trong các doanh nghiệp

khởi sự và liên doanh (năm 1974 – 1972). Giai đoạn 2- Temasek tiếp nhận các tập đoàn kinh tế như viễn thông, dịch vụ công ích khi mà các tập đoàn này đã phát triển về quy mô và ổn định về lợi nhuận (năm 1992 – 2003). Giai đoạn 3 - Temasek đã chỉ định tổng giám đốc đầu tiên ngoài ngoài khu vực quốc doanh, thay đổi nhân sự lãnh đạo và đẩy mạnh đầu tư ra nước ngoài (2003 đến nay). Cả SCIC và Temasek đều là các công ty “đầu tư và kinh doanh” vốn nhà nước, chứ không phải là các công ty “quản lý” vốn nhà nước. Theo đó, mục tiêu được đặt lên vị trí cao nhất của cả SCIC là đạt được hiệu quả kinh tế lớn nhất trong việc đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước, chứ không phải là quản lý vốn.

Hội thảo vào khoa học về chiến lược phát triển của SCIC (2019), mục tiêu của SCIC là trở thành tổ chức đầu tư tài chính chuyên nghiệp hàng đầu của chính phủ, với sứ mệnh thúc đẩy tiến trình cơ cấu lại, sắp xếp, đổi mới doanh nghiệp nhà nước và nâng cao hiệu quả đầu tư kinh doanh vốn nhà nước tại doanh nghiệp. Mục tiêu tổng quát giai đoạn từ năm 2020 đến năm 2025, SCIC phấn đấu thành tổ chức đầu tư tài chính chuyên nghiệp và hàng đầu với quy mô tổng tài sản đạt khoảng 79.000 tỷ đồng và đến năm 2035, trở thành 1 trong 10 tập đoàn đầu tư tài chính có quy mô vốn chủ sở hữu hàng đầu Việt Nam.

Các nghiên cứu trên cho thấy SCIC cần chủ động trong chiến lược đầu tư, kinh doanh vốn nhà nước, do vốn của SCIC phần lớn là vốn tiếp nhận từ các DN, nên vốn hoạt động bằng tiền có thể sử dụng cho đầu tư không nhiều, trong khi các dự án mà SCIC nghiên cứu đầu tư chủ yếu thuộc các lĩnh vực chiến lược quan trọng trong nền kinh tế, lại đòi hỏi nguồn vốn rất lớn. Làm thế nào để SCIC phải đóng vai trò là một nhà đầu tư chiến lược hiệu quả thông qua việc định hướng và xây dựng giá trị chiến lược, đóng vai trò tiên phong trong thúc đẩy cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước để trở thành các doanh nghiệp hiệu quả cao, kinh doanh trong lĩnh vực trọng điểm mà chính phủ cần nắm giữ cổ phần sở hữu chi phối, đây là vấn đề cần được nghiên cứu một cách thấu đáo.

1.2.2. Tác động từ đầu tư, hiệu quả hoạt động của SCIC

Khi phân tích cơ chế quản lý, hoạt động đầu tư kinh doanh vốn nhà nước tại SCIC, Kim, Nam, & Cuong (2010), cho rằng vai trò của SCIC cần được mở rộng trong tương lai, SCIC có thể nắm giữ quyền sở hữu trong các tập đoàn và tập đoàn kinh tế lớn nói chung, nếu có nhiều tổng công ty hay tập đoàn kinh tế ở xa, SCIC cũng có thể xem xét thành lập SCIC I, SCIC II và SCIC III. Điều này cũng có thể giải quyết vấn đề giám sát số lượng lớn các doanh nghiệp nhà nước ở xa. Khi các tổng công ty hoặc tập đoàn kinh tế nằm dưới sự kiểm soát của SCIC.

Phạm Thị Hương (2016), sử dụng phương pháp nghiên cứu tổng hợp các báo cáo của SCIC và kiểm toán nhà nước, từ đó 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. 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. Đồng quan điểm trên, theo 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.

Cùng vấn đề này tác giả Trần Du Lịch (2013), nhận định rằng để kinh doanh vốn của Nhà nước theo mô hình công ty đầu tư tài chính nhà nước hiện nay (SCIC) cần đánh giá hiệu quả hoạt động của mô hình này, có thể cần tổ chức 3 tổng công ty quản lý kinh doanh vốn nhà nước theo mô hình công ty đầu tư tài chính, hoạt động như một công ty công cộng (Công ty đầu tư tài chính nhà nước của thành phố Hồ Chí Minh - HFIC - là một loại hình này, nhưng của địa phương). Nguyễn Ngọc Sơn (2012) cũng cho thấy, đầu tư vốn Nhà nước tại các DN còn dàn trải, chưa tập trung vào những lĩnh vực quan trọng, chiến lược mà Nhà nước cần chi phối. Mặt khác, công tác quản lý vốn còn nhiều đầu mối với nhiều cơ chế khác nhau, dẫn tới hiệu quả sử dụng vốn nhà nước chưa cao. Thực trạng sử dụng vốn nhà nước chưa hiệu quả là do bộ máy quản lý nhà nước đồng thời là bộ máy thực hiện quyền sở hữu nhà nước. Thống nhất với nghiên cứu trên, Lê Việt Hà (2015) cho rằng SCIC giống một công cụ thực hiện các chức năng của chính phủ hơn là một cơ quan độc lập với các hoạt động quản lý nhà nước. Do số vốn nhà nước chuyển về ít mà SCIC vẫn tiếp tục thực hiện bán vốn nhà nước nên đang phải đối mặt với quy mô vốn nhà nước ngày càng thu hẹp. Bên cạnh đó cơ chế đầu tư vốn còn chịu bó buộc về cơ chế phải báo cáo các cơ quan cấp trên. Bài học rút ra từ các mô hình quản lý vốn nhà nước hiệu quả ở các nước Châu Á đó là sự tập trung cao độ về quy mô vốn về một đầu mối, quyền hạn được trao tương xứng với mục tiêu đề ra, không có sự can thiệp quá sâu của cơ quan cấp bộ, cần tránh những can thiệp về chính trị. Theo Nguyễn Hồng Long (2019), SCIC trong thời gian qua có kết quả sản xuất, kinh doanh khả quan. Thoái vốn là một trong những lĩnh vực hoạt động chủ yếu, thể hiện rõ vai trò của SCIC trong quá trình tái cơ cấu các DNNN. Lũy kế đến nay, SCIC đã tổ chức bán vốn tại 995 doanh nghiệp và bán quyền mua tại 19 doanh nghiệp với giá vốn hơn 11.000 tỷ đồng và thu về hơn 47.000 tỷ đồng. Để chiến lược hoàn thành cần có cơ sở pháp lý và cơ sở thực tiễn đầy đủ. Cơ sở pháp lý đang còn thiếu, bởi SCIC là một doanh nghiệp đặc thù, khác với mọi tập đoàn, tổng công ty về cơ cấu tổ chức nên cần có các cơ sở pháp lý khác. Cơ sở thực tiễn là nguồn lực tài chính, SCIC đã có kinh nghiệm và thành quả nhất định trong đầu tư và kinh doanh vốn, do vậy có thể giao SCIC quyền tự chủ, tự chịu trách nhiệm trong việc thoái vốn... để chuẩn bị tốt về nguồn lực tài chính.

Về hiệu quả hoạt động của các SWF, SCIC, Nguyễn Đức Thọ và cộng sự (2012) nhận định SCIC đã tuân thủ nhiệm vụ của mình (để giúp quản lý nhà nước vốn và để nâng cao hiệu quả sử dụng) chủ yếu bằng cách tạo điều kiện và thực hiện chương trình cải cách DNNN chính thức. Các dữ liệu có sẵn cho thấy vì SCIC thành lập, nó đã đóng một phần quan trọng trong việc thoái vốn nhà nước với số lượng lớn nhỏ các DNNN và việc đó đã giúp nhà nước có được mức giá hợp lý cho tài sản nhà nước đã được bán cho các nhà đầu tư khác. Đến nay, SCIC đã trở thành một trong những doanh nghiệp lớn nhất các thực thể trong nền kinh tế, mặc dù nó vẫn rất nhỏ theo tiêu chuẩn của SWFs khu vực. Đánh giá về hiệu quả hoạt động, tác giả Nguyễn Văn Trình, Trần Đức Trương (2013), về vấn đề hiệu quả hoạt động của các DNNN không thể chỉ dựa vào các chỉ tiêu hiệu quả tài chính như: Doanh thu, lợi nhuận...mà phải dựa vào các chỉ tiêu hiệu quả kinh tế - xã hội như chất lượng các hàng hóa và dịch vụ tốt, giá cả phù hợp với khả năng chi trả của toàn xã hội trong từng thời điểm cụ thể của trình độ phát triển kinh tế - xã hội, nộp ngân sách, giải quyết việc làm... Chỉ tiêu tài chính chỉ cần đảm bảo hạch toán đầy đủ, chính xác, trung thực các chi phí và doanh thu đảm bảo bù chi phí, không nên đặt nặng chỉ tiêu lợi nhuận. Nên tái cấu trúc lại SCIC trên cơ sở tăng cường thẩm quyền, năng lực và tập trung toàn bộ vốn tại các DNNN, kể cả tập đoàn, tổng công ty nhà nước cho SCIC quản lý. Tác giả Ngô Văn Vũ (2016) khi nói về giải pháp tổ chức lại doanh nghiệp nhà nước cho rằng vai trò của chính phủ là nhà đầu tư chiến lược cần được tăng cường hơn nữa thông qua các hoạt động của SCIC, như một đại diện sở hữu vốn nhà nước tại các doanh nghiệp nhà nước, SCIC cần phải làm cho lớn hơn và nỗ lực hiệu quả hơn trong quản lý của họ, đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước tại các doanh nghiệp nhà nước, bao gồm cả nền kinh tế nhà nước các nhóm và các tập đoàn nhà nước.

Theo tác giả Trần Xuân Tú (2019) cho rằng, để nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, SCIC cần phải có các chuỗi hành động từ khâu lập kế hoạch phân bổ tài sản, các giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động tại DN có vốn đầu tư (quản trị vốn đầu tư), xác định các lĩnh vực đầu tư (ngành đầu tư chiến lược), tìm kiếm lựa chọn cơ hội đầu tư. SCIC cần chủ động chuẩn bị sẵn sàng tài liệu phục vụ cho công tác đánh giá hệ

số tín nhiệm SCIC để xúc tiến hợp tác với các tổ chức tài chính lớn trong và ngoài nước để chia sẻ thông tin, kinh nghiệm trong việc huy động vốn. Kubo & Phan (2019), nghiên cứu ảnh hưởng của SWF đến hiệu suất của công ty mục tiêu bằng cách sử dụng dữ liệu về các công ty niêm yết ở Việt Nam. Cho thấy rằng quyền sở hữu nhà nước của các công ty niêm yết có liên quan tích cực đến hiệu suất của công ty. Ngoài ra, nghiên cứu cho thấy rằng tác động của sở hữu nhà nước khác nhau tùy thuộc vào loại sở hữu nhà nước. Các công ty hoạt động tốt nhất khi được kiểm soát bởi chủ sở hữu nhà nước dưới hình thức của SWF. Nghiên cứu cũng thấy rằng mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và hiệu suất công ty là phi tuyến. Nhìn chung nghiên cứu đóng góp đáng kể vào sự phát triển của bằng chứng về tác động của sở hữu nhà nước, tác động của loại chủ sở hữu nhà nước và vai trò kiểm soát các cổ đông trong quản trị doanh nghiệp khuôn khổ. Tuy nhiên nghiên cứu này chỉ giới hạn đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp mục tiêu.

Từ các nghiên cứu trên, nhận thấy SCIC là công ty “đầu tư và kinh doanh” vốn nhà nước, chứ không phải là các công ty “quản lý” vốn nhà nước. Do đó, mục tiêu được đặt lên vị trí cao nhất của SCIC là đạt được hiệu quả kinh tế lớn nhất trong việc đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước, chứ không phải là quản lý vốn. Tuy nhiên thay vì đưa vốn cho SCIC đầu tư kinh doanh thì chúng ta lại chuyển các DN cổ phần hóa về cho SCIC quản lý thoái vốn để lấy tiền đầu tư. Do đó, về bản chất, chức năng chỉ tập trung cho đầu tư kinh doanh vốn nhà nước của SCIC đã không được đảm bảo, mà thay vào đó phải phân tán vào các chức năng như thoái vốn và cổ phần hóa. Ngoài ra, do SCIC vẫn chưa được tách ra hoạt động độc lập mà còn phải chịu sự quản lý của nhà nước, nên hiệu quả đầu tư kinh doanh vốn của SCIC là chưa thực sự lớn.

1.2.3. Vấn đề minh bạch và cơ chế quản trị của SCIC

Nghiên cứu của Đinh Bảo Ngọc (2016), 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. Theo nghiên cứu của Phạm Thị Hương (2016) 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.

Tác giả 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 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.

Bảng 1.1. Nhận xét chung về tổng quan các công trình nghiên cứu

Nghiên cứu	SWF quốc tế	SCIC tại Việt Nam
Chiến lược đầu tư, mức sở hữu	1. Về chiến lược đầu tư <i>- Về mục đích đầu tư, Kotter và Lel (2009): SWF theo đuổi các mục đích phi tài chính, phục vụ các lợi ích mang tính</i>	1. Về chiến lược đầu tư <i>- Về chiến lược đầu tư, Nguyễn Đức Thọ (2012) và cộng sự nhận định SCIC vai trò của SCIC giống với vai</i>

của SWF	chiến lược tầm quốc gia. Trong khi đó Chesterman (2008) cho rằng quỹ mao hiểm quan tâm đến việc tối đa hóa lợi nhuận. - <i>Về phạm vi đầu tư</i>, Bernstein và cộng sự (2013) lập luận rằng SWF đầu tư trong nước cao hơn. - <i>Về yếu tố tác động đến đầu tư</i>, Shleifer và Vishny, (1994); Knill và cộng sự (2012a): Áp lực chính trị ảnh hưởng đến quá trình ra quyết định đầu tư của SWF, quan hệ chính trị đóng một vai trò quan trọng trong các quyết định đầu tư của SWFs. Trong khi đó Avendano và Santiso (2009) cho rằng các quyết định đầu tư của SWF không bị ảnh hưởng bởi yếu tố chính trị. 2. Về quyết định mức sở hữu của SWF - <i>Về lựa chọn doanh nghiệp mục tiêu đầu tư</i>, Gangi và cộng sự (2018), quỹ phi hàng hóa (non-commodity funds) thường chọn đầu tư vào các doanh nghiệp có hiệu quả tốt, phục vụ mục đích phát triển của quốc gia. Fernandes (2009) cho rằng SWF chọn cổ phiếu của các công ty lớn và có lợi nhuận.	trò của Ủy ban Giám sát và quản lý tài sản thuộc sở hữu nhà nước Trung Quốc (SASAC) mặc dù nó có thể mong muốn giống với Temasek trong dài hạn. Võ Thanh Hà (2016) cho rằng SCIC cần quyết liệt thực hiện mục tiêu trong tổng thể chiến lược phát triển, gắn bó và đồng hành cùng DN để vốn nhà nước đầu tư tại DN được bảo toàn và phát triển. - <i>Về phạm vi đầu tư</i>, Phạm Thị Hương (2016) danh mục đầu tư của SCIC gồm công ty thuộc nhiều ngành nghề, quy mô (nhưng đa số là công ty quy mô nhỏ) và có khó khăn về tài chính. Trần Xuân Tú (2019) SCIC đầu tư vào các DN thuộc mọi thành phần kinh tế (trừ các DNNN hoạt động công ích và DNNN an ninh quốc phòng). Nguyễn Ngọc Sơn (2012) dùng nguồn lực tài chính, thông qua việc tham gia vốn vào các doanh nghiệp trong nền kinh tế; đầu tư có trọng tâm, trọng điểm vào những lĩnh vực then chốt mà nhà nước không thể không có mặt. Bùi Đức Long (2016) cho rằng cần bổ sung vốn vào các DN
----------------	--	--

	- Về lựa chọn môi trường đầu tư, Candelon và cộng sự (2011), Chhaochharia và Laeven (2009): cho rằng các yếu tố kinh tế vĩ mô, thể chế pháp lý vững chắc cũng có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của SWF. - Về vai trò SWF tác động đến doanh nghiệp mục tiêu, Dewenter và cộng sự (2010) cho rằng SWF đóng vai trò tích cực trong quyết định của các công ty mục tiêu như quản trị các nguồn thu, đề xuất và chọn giám đốc. Trong khi đó, Fernandes (2009) cho rằng các SWF không có mục tiêu kiểm soát các doanh nghiệp nhận đầu tư vốn. Nhiều nghiên cứu, các loại hình SWF khác nhau có chiến lược đầu tư khác nhau. Các SWF có xu hướng đầu tư đa dạng để làm giảm rủi ro, cũng như theo lý do chính trị.	có vốn của SCIC, các dự án, ngành, lĩnh vực đem lại hiệu quả nền kinh tế - Về phương pháp nghiên cứu, Đinh Ngọc Bảo (2016) sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, đã đánh giá được tác động mức đầu tư của Quỹ đầu tư quốc gia đến giá trị doanh nghiệp. Chiến lược phát triển của SCIC (2019), Mục tiêu tổng quát giai đoạn từ năm 2020 đến năm 2025, SCIC phấn đấu thành tổ chức đầu tư tài chính chuyên nghiệp, hàng đầu, đến năm 2035, trở thành 1 trong 10 tập đoàn đầu tư tài chính có quy mô vốn chủ sở hữu hàng đầu Việt Nam. Các nghiên cứu chưa nhiều. SCIC đầu tư đa ngành nghề và quy mô, chủ yếu nắm giữ cổ phần ở các doanh nghiệp có ý nghĩa quan trọng với nền kinh tế Việt Nam.
Tác động từ đầu tư, hiệu quả hoạt động	- Về tác động từ đầu tư, SWF làm giảm giá trị của DN mục tiêu: quan tâm đến các mục tiêu chính trị, thu hồi cổ đông thiểu số, có thể ảnh hưởng đến chiến lược của DN mục tiêu. Tuy nhiên, có SWF có thể tăng hiệu suất và giá trị của DN mục tiêu: giúp họ tiếp thị sản phẩm	Các nghiên cứu chưa nhiều SCIC có hiệu quả còn hạn chế - Về tác động từ đầu tư, Kim, Nam, & Cuong (2010), SCIC cần được mở rộng trong tương lai, có thể xem xét thành lập SCIC I, SCIC II và SCIC III

của SWF	tại thị trường, nói lỏng các hạn chế tài chính. SWF được kỳ vọng có tác động tích cực đến hiệu quả DN mục tiêu. - <i>Về hiệu quả đầu tư</i>, theo Raymond (2008) khi một SWF đầu tư vào doanh nghiệp mục tiêu có thể dẫn đến ba kết quả khác nhau: 1. SWF không có bất kỳ ảnh hưởng nào đến một công ty. 2. có tác động ngắn hạn đến các công ty mục tiêu. 3. Là giá cổ phiếu của các công ty có thể bị ảnh hưởng dài hạn. Knill và cộng sự (2012b), Park và cộng sự (2018) SWF có tác động làm biến động trong suất sinh lời của doanh nghiệp mục tiêu trong khung thời gian 5 năm. Gangi và cộng sự (2018), theo phạm vi và nguồn gốc của tài sản của SWF, kết quả này xác nhận sự không tương đồng của SWF về mặt chiến lược đầu tư.	- <i>Về hiệu quả đầu tư</i>, Phạm Thị Hương (2016), 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 còn yếu. Lê Việt Hà (2015) cho rằng SCIC giống một công cụ thực hiện các chức năng của chính phủ hơn là một cơ quan độc lập với các hoạt động quản lý nhà nước. Nguyễn Đức Thọ (2012), Nguyễn Hồng Long (2019), thời gian qua thoái vốn là một trong những lĩnh vực hoạt động chủ yếu, thể hiện rõ vai trò của SCIC trong quá trình tái cơ cấu các DNNN. Kubo & Phan (2019), cho thấy rằng quyền sở hữu nhà nước của các công ty niêm yết có liên quan tích cực đến hiệu suất của công ty.
----------------	---	---

	- Về phương pháp nghiên cứu, có 2 nhóm: nghiên cứu sự kiện (event study và sử dụng các phương pháp khác để đánh giá tác động của các khoản đầu tư SWF. Các nghiên cứu định lượng: Kotter và Lel (2011) gồm 417 khoản đầu tư của SWF. Megginson và cộng sự (2013), Megginson và Fotak (2015), Fernandes (2009), Anderloni và Vandone (2012), Bertoni và Lugo (2014).	
Vấn đề minh bạch và cơ chế quản trị của SWF	- Vấn đề minh bạch: hầu hết SWF có xu hướng không tiết lộ loại thông tin, đặc biệt là những SWF đến từ Trung Quốc và Trung Đông vẫn không tiết lộ mục tiêu của họ. Trong khi đó, Na Uy và Singapore nỗ lực nâng cao mức độ minh bạch SWF - Cơ chế quản trị: Aggarwal và cộng sự (2018) tính minh bạch kém của các SWF, thấy văn hóa của từng quốc gia có ảnh hưởng đến cơ chế quản trị. Chen, Harford và Li (2007) và Bortolotti và cộng sự (2009) xu hướng nghiên cứu khác tập trung vào khía cạnh quản trị của SWF đối với các doanh nghiệp mục tiêu.	- Vấn đề minh bạch: Các nghiên cứu chưa nhiều. SCIC có cơ chế quản trị chưa minh bạch nhiều. Đinh Bảo Ngọc (2016), 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 - Cơ chế quản trị Phạm Thị Hương (2016) về cơ chế quản trị doanh nghiệp, SCIC đóng vai trò như cổ đông tích cực thông qua ủy quyền người đại diện. 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

	- <i>SWF có tác động đến quản trị của doanh nghiệp mục tiêu:</i> Parrino, Sias và Starks (2003) và Admati và Pfleiderer (2009), cho rằng SWF có khả năng tác động ban quản trị doanh nghiệp mục tiêu bằng cách rút lui như hoặc thể hiện qua việc bỏ phiếu (Del Guerico, Seery và Woitdke, 2008). Dinc và Erel (2013) SWF là nhà đầu tư thụ động sẽ gây ra các áp lực chính trị hoặc các phản đối về mặt pháp lý - <i>SWF ít tác động đến quản trị của doanh nghiệp mục tiêu:</i> Trong khi nghiên cứu Miracky, Dyer, Fisher, Goldner, Lagarde và Pedrahita (2008) và Mechropouya, Huang và Barnett (2009) cho thấy thậm chí khi các SWF nắm phần sở hữu lớn, các quỹ này cũng hiếm khi can thiệp vào việc quản lý của các giám đốc.	chưa gắn kết với sự phát triển của doanh nghiệp 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 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.
--	--	---

1.3. Khoảng trống nghiên cứu và hướng nghiên cứu của đề tài

Tổng quan các nghiên cứu về SWF trên thế giới đã những đóng góp có giá trị cho lý luận và thực tiễn. Các nghiên cứu đã chỉ ra SWF có tác động đáng kể đến các doanh nghiệp mục tiêu. Tuy nhiên, các nghiên cứu cũng chỉ ra kết quả không thống nhất về tác động của SWF đến giá trị doanh nghiệp mục tiêu, do đó, việc nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa SWF đến giá trị doanh nghiệp là cần thiết. Các khoảng trống nghiên cứu bao gồm:

Thứ nhất, trong bối cảnh Việt Nam, đặc biệt là SCIC được cho là có khá non trẻ, 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 giải thích được quyết định đầu tư cũng như hiệu quả đầu tư của SCIC dựa trên phương pháp thống kê định lượng. 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.

Các nghiên cứu liên hệ các bài học về chiến lược đầu tư và hiệu quả đầu tư của các SWF mang lại nhiều hàm ý quan trọng cho Việt Nam, nhưng đến nay chỉ có nghiên cứu của Đinh Ngọc Bảo (2016) sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để liên hệ bài học của các SWF đến Việt Nam, và Kubo và Việt (2019) sử dụng phương pháp dữ liệu bảng. Tuy nhiên, nghiên cứu của Đinh Ngọc Bảo (2016) sử dụng mẫu nhỏ, đặc biệt là mẫu liên quan đến Việt Nam (5 công ty mục tiêu) nên mức tin cậy có thể không cao. Trong khi đó, Kubo và Phan (2019) sử dụng mẫu dữ liệu cũ (2006 - 2010), và không có tính so sánh với các SWF quốc tế khác. Vì thế, vẫn cần nghiên cứu trong đó so sánh hiệu quả đầu tư và phân tích các đặc điểm chiến lược đầu tư của các SWF và so sánh trực tiếp với SCIC ở Việt Nam, sử dụng mẫu tương đối lớn hơn để đảm bảo tính tin cậy tốt hơn. Ngoài ra, luận án còn bổ sung phân tích tình hình tài chính của chính SCIC và một số SWF phi hàng hóa để đưa ra nhận định về hiệu quả của các công ty này.

Thứ hai, SCIC được sở hữu bởi nhà nước nên ngoài nhiệm vụ tài chính còn có các nhiệm vụ xã hội, phục vụ mục tiêu chính trị hay chiến lược quốc gia, trong đó có vấn đề phân phối. Các mục tiêu này chủ yếu có thể thực hiện đối với các doanh nghiệp trong nước, 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, trong đó có SCIC 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. Các nghiên cứu trước sử dụng mẫu gồm các doanh

ng nghiệp trong và ngoài nước nên không tập trung đánh giá tác động riêng đến hiệu quả của các doanh nghiệp trong nước. Hơn nữa, các SWF phục vụ cho lợi ích của quốc gia, trong đó có nhiệm vụ hỗ trợ phát triển vững mạnh doanh nghiệp trong nước. Đây cũng là lý do nên tập trung nghiên cứu vào mẫu các doanh nghiệp trong nước, đây là khoảng trống nghiên cứu quan trọng chưa được khai thác trong các nghiên cứu trước đây.

Thứ ba, SCIC 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 các tác động sử dụng một bộ các chỉ tiêu bao gồm cả mặt tài chính và các phương diện phi tài chính. Nghiên cứu về tác động 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. Về mặt lý luận, việc so sánh SCIC và các SWF trong cả hai phương diện hiệu quả sẽ giúp làm rõ các SWF ưu tiên phương diện nào, đây sẽ là cơ sở khoa học để đưa ra các hàm ý về cả mặt kinh tế và chính trị tại Việt Nam trong việc định hướng các hoạt động của SCIC.

Từ tổng quan các nghiên cứu và những khoảng trống nghiên cứu trên, tác giả xác định hướng nghiên cứu như sau:

Nghiên cứu này sẽ xem xét vai trò của SWF, SCIC với các doanh nghiệp mục tiêu thuộc chính quốc gia sở hữu nó. (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. Như vậy, nghiên cứu này 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 các doanh nghiệp ở quốc gia sở hữu SWF và đây là hướng tiếp cận chưa được thực hiện trước đây).

Nghiên cứu về hiệu quả hoạt động của SWF, SCIC sử dụng bộ chỉ tiêu toàn diện hơn về tài chính và phi tài chính và sẽ mang lại nhiều hàm ý quan trọng.

Nghiên cứu này cũng so sánh chiến lược đầu tư và hiệu quả đầu tư của SCIC với các SWF trên thế giới tương đồng tính chất (SWF phi hàng hoá), từ đó sẽ có những hàm ý chính sách cho SCIC tại Việt Nam.

Với các hướng nghiên cứu trên, dưới góc độ kinh tế chính trị, tác giả sẽ phân tích, đánh giá và hàm ý chính sách để nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC.

Tóm tắt chương 1

Chương này đã trình bày tổng quan các nghiên cứu có liên quan về nguồn gốc, vai trò, mô hình đầu tư và hiệu quả đầu tư của các công ty quản lý quỹ nhà nước (SWF). Mặt khác, chương 1 trình bày tổng quan các nghiên cứu về mô hình đầu tư, hiệu quả đầu tư và đặc điểm quan trọng liên quan đến SWF như tính minh bạch và cơ chế quản trị của SWF. Qua tổng quan đã cho thấy sự phức tạp trong các đối tượng mà SWF phục vụ và các SWF có các tác động không thống nhất đến doanh nghiệp mục tiêu, có thể kết luận rằng cho đến nay vẫn chưa có nghiên cứu cụ thể sử dụng các thước đo toàn diện hơn về hiệu quả của các SWF.

Luận án là nghiên cứu bước đầu xem xét cụ thể về tác động của đầu tư của SCIC đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu, sẽ đóng góp cho nghiên cứu về sự khác biệt của SCIC và SWF khác và về tác động đến hiệu quả xã hội của các SWF. Dựa trên các kết quả thực nghiệm có được, các hàm ý quan trọng nhằm nâng cao hiệu quả tài chính của SCIC nhưng vẫn đảm bảo các lợi ích xã hội sẽ được đưa ra.

CHƯƠNG 2:

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ HIỆU QUẢ

HOẠT ĐỘNG CÔNG TY ĐẦU TƯ VỐN NHÀ NƯỚC

2.1. Các khái niệm liên quan

2.1.1. Quỹ đầu tư quốc gia trên thế giới

Có nhiều định nghĩa cho công ty đầu tư vốn nhà nước, trên thế giới gọi là Quỹ đầu tư quốc gia SWF (Sovereign Wealth Fund), nên không có định nghĩa nào được chấp nhận hoàn toàn, sau đây là một số định nghĩa SWF: Theo Quỹ tiền tệ thế giới (IMF), Quỹ đầu tư quốc gia là những quỹ đầu tư công thuộc quyền sở hữu và quản lý của Nhà nước, quản lý và đầu tư tài sản tài chính trong dài hạn, chiến lược đầu tư hướng đến những mục tiêu kinh tế vĩ mô. Theo “Nguyên tắc Santiago” của Diễn đàn SWF quốc tế (IWG – International Working Group on SWF), Quỹ đầu tư quốc gia được định nghĩa như những quỹ đầu tư thuộc định chế công có mục tiêu hoạt động xác định rõ ràng của quốc gia đó.

Nhìn chung Quỹ này có những đặc điểm chính như sau: Quỹ đầu tư quốc gia (SWF) là quỹ 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 và các quỹ đầu tư mạo hiểm, quỹ tư nhân. Ngoài các tài sản trong nước, 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).

SWF đã hoạt động trên 5 thập kỷ, trong vài năm gần đây các SWF đã gia tăng mạnh về số lượng cũng như hoạt động đầu tư. SWF có thể được phân loại theo nhiều tiêu chí: mục tiêu hoạt động, nguồn hình thành quỹ hay mức độ minh bạch. 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 thúc đẩy 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 cho 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.

Nếu căn cứ vào nguồn hình thành quỹ, SWF có thể chia làm 2 loại. Trong nhóm đầu tiên là các quỹ có nguồn tài trợ từ doanh thu xuất khẩu tài nguyên thiên nhiên không thể tái tạo, đặc biệt là dầu khí và các quỹ có được tài sản của các quỹ thông qua thuế thu được của chính phủ. Nhóm thứ hai bao gồm các quốc gia tài trợ cho SWF của họ bằng cách cho phép SWF được quản lý một phần dự trữ ngoại hối như Trung Quốc, Singapore và Hàn Quốc. Đây cũng là lý do các quỹ này được gọi là các quỹ đầu tư vốn nhà nước phi hàng hóa (non-commodity SWF). Về mức độ minh bạch, mức minh bạch của các quỹ đầu tư nhà nước khác nhau. Một số rất minh bạch và các quỹ này công bố thông tin về nắm giữ cổ phiếu vào mỗi quý, trong khi các quỹ khác không công bố thông tin này.

Một số quỹ quan trọng suất sinh lời hơn thanh khoản và do đó có thể chấp nhận rủi ro cao hơn so với các Quỹ dự trữ ngoại hối truyền thống (theo SWFI). Ngoài ra, mức độ rủi ro có thể được chấp nhận bởi SWF cũng sẽ khác nhau tùy theo quốc gia. Các quốc gia có quan ngại về thanh khoản chỉ đầu tư vào các công cụ nợ thanh khoản cao. Ngoài ra, SWF trong một số trường hợp có đầu tư vào các doanh nghiệp trong nước.

Một cách khái quát SWF là những quỹ đầu tư thuộc quyền sở hữu và quản lý của Nhà nước, đầu tư vào tài sản tài chính và chính sách đầu tư của SWF hướng đến những mục tiêu kinh tế vĩ mô.

Tóm lại, từ nghiên cứu trên cho thấy SCIC ở Việt Nam có các đặc điểm là một SWF phi hàng hóa (non-commodity SWF), đây là yếu tố quan trọng làm cơ sở để tác giả chọn các SWF trên thế có nhiều đặc điểm tương đồng với Việt Nam cùng loại để so sánh khi nghiên cứu với SCIC.

2.1.2. Công ty đầu tư vốn nhà nước ở Việt Nam

Theo Quyết định số 151/2005/QĐ-TTg ngày 20/6/2005 của Thủ tướng Chính phủ thành lập Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước SCIC. Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước là một tổ chức kinh tế đặc biệt của nhà nước, hoạt động theo Luật Doanh nghiệp nhà nước và các luật khác có liên quan.

Công ty đầu tư vốn 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; 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.

Công ty đầu tư vốn nhà nước có các đặc điểm: là tổ chức tài chính, chủ sở hữu công ty là nhà nước, do nhà nước đầu tư vốn; công ty đầu tư tài chính nhà nước là một doanh nghiệp nhà nước, được thành lập và hoạt động theo luật doanh nghiệp nhà nước; công ty hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực tài chính; chức năng của công ty là kinh doanh vốn nhà nước và là đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại các doanh nghiệp. Đối tượng hoạt động của công ty là doanh nghiệp, bao gồm: doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế có phần vốn góp của nhà nước,

như công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (Lê Thị Thanh, 2006).

Vốn của công ty đầu tư vốn nhà nước gồm: vốn ngân sách nhà nước cấp, vốn nhà nước đang có tại các doanh nghiệp khác được giao cho công ty; vốn và lợi nhuận thu được từ vốn của nhà nước tại các doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa và giao cho công ty; vốn thu được từ việc bán tài sản nhà nước, bán doanh nghiệp nhà nước và các nguồn vốn khác, Phan Thị Bích Nguyệt (2003) cũng đồng với quan điểm trên, tuy nhiên bổ sung thêm cũng công ty đầu tư vốn nhà nước với mục đích đầu tư vốn vào doanh nghiệp của nhà nước là để đảm bảo đồng vốn, không những được bảo toàn mà còn sinh lợi, tăng thêm giá trị. Đối tượng đầu tư của công ty là doanh nghiệp, bao gồm: doanh nghiệp nhà nước; doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế có phần vốn góp của nhà nước, như công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty hợp doanh, doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài.

Công ty đầu tư vốn nhà nước có vai trò thúc đẩy nhanh quá trình cải cách doanh nghiệp nhà nước, thực hiện các biện pháp giải quyết vấn đề tài chính của doanh nghiệp nhà nước. Đưa việc đánh giá, định giá tài sản nhà nước theo đúng giá trị trên thị trường, tạo thuận lợi cho quá trình cải cách doanh nghiệp, đặc biệt là quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước. Công ty đầu tư tài chính nhà nước là một công cụ điều tiết tài chính của nhà nước với mục tiêu can thiệp, xử lý các khoản nợ của doanh nghiệp, cũng như nợ của các tổ chức tín dụng quốc tế, nhằm tránh cuộc khủng hoảng có thể xảy ra. Công ty là tổ chức hỗ trợ tích cực cho doanh nghiệp phát triển. Công ty đầu tư tài chính nhà nước còn mang ý nghĩa quan trọng trong việc xây dựng cơ chế quản lý tài chính gián tiếp đối với doanh nghiệp nhà nước. Qua đó hình thành phương thức tài chính đạt hiệu quả cao nhất, ngoài ra công ty còn góp phần tạo ra môi trường kinh doanh, môi trường pháp lý thống nhất và bình đẳng. Vai trò quản lý vốn nhà nước của công ty đầu tư vốn nhà nước được thể hiện:

Thứ nhất, khắc phục tính quan liêu, phiền hà, cản trở, hạn chế các công việc kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước.

Thứ hai, hạn chế dần và xóa bỏ tính ý lại, dựa dẫm, thụ động của các doanh nghiệp nhà nước vào nhà nước.

Thứ ba, biến quan hệ nhà nước với doanh nghiệp từ cấp trên với cấp dưới, mang nặng tính chất xin - cho sang quan hệ giữa hai đối tác.

Thứ tư, doanh nghiệp nhà nước đang trong quá trình sắp xếp lại, chuyển đổi sở hữu dưới các hình thức cổ phần hóa, liên doanh, hợp doanh với doanh nghiệp các thành phần kinh tế khác. Các loại hình doanh nghiệp sở hữu hỗn hợp này hoạt động theo các quy định của luật doanh nghiệp, luật đầu tư nước ngoài tại Việt Nam.

Mô hình này ở Việt Nam là Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước SCIC là một dạng 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 (TNHH) 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, 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.

Tóm lại, mô hình công ty đầu tư vốn nhà nước để quản lý vốn nhà nước đầu tư vào doanh nghiệp, trong đó chủ yếu là quản lý vốn nhà nước đang có ở các doanh nghiệp, dựa trên nguyên tắc phân định tách quyền quản lý nhà nước khỏi quyền quản lý kinh doanh, tách quyền sở hữu vốn nhà nước tại doanh nghiệp với quyền sử dụng vốn nhà nước vào các mục tiêu kinh doanh của doanh nghiệp, nhằm vừa tạo lập cho doanh nghiệp nhà nước chủ động hoạt động kinh doanh theo yêu cầu của thị trường, vừa bảo đảm sự kiểm soát thích hợp của nhà nước để bảo vệ lợi ích của nhà nước về vốn đầu tư tại doanh nghiệp được bảo toàn và phát triển.

2.1.3. Doanh nghiệp mục tiêu

Theo Luật Doanh nghiệp 2020 "Doanh nghiệp nhà nước bao gồm các doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ trên 50% vốn điều lệ, tổng số cổ phần có quyền biểu quyết theo quy định tại Điều 88 của Luật này". Như vậy, các doanh nghiệp thuộc một trong các trường hợp sau đây sẽ được xem là doanh nghiệp nhà nước: Trường hợp một Doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ, bao gồm: Công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ là công ty mẹ của tập đoàn kinh tế nhà nước, công ty mẹ của tổng công ty nhà nước, công ty mẹ trong nhóm công ty mẹ - công ty con; Công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên là công ty độc lập do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ. Trường hợp hai: Doanh nghiệp có thành viên là Nhà nước nắm giữ trên 50% vốn điều lệ hoặc tổng số cổ phần có quyền biểu quyết, bao gồm: Công ty trách nhiệm hữu hạn hai thành viên trở lên, công ty cổ phần do Nhà nước nắm giữ trên 50% vốn điều lệ, tổng số cổ phần có quyền biểu quyết là công ty mẹ của tập đoàn kinh tế, công ty mẹ của tổng công ty nhà nước, công ty mẹ trong nhóm công ty mẹ - công ty con; Công ty trách nhiệm hữu hạn hai thành viên trở lên, công ty cổ phần là công ty độc lập do Nhà nước nắm giữ trên 50% vốn điều lệ, tổng số cổ phần có quyền biểu quyết.

Với định nghĩa doanh nghiệp nhà trên, thì định nghĩa doanh nghiệp mục tiêu (target firm) là doanh nghiệp có vốn đầu tư của SWF, SCIC; nghĩa là SWF, SCIC là một trong những cổ đông của doanh nghiệp mục tiêu. Phần vốn đầu tư của SWF, SCIC có thể là từ kế thừa phần vốn của nhà nước trước đó đã có ở doanh nghiệp mục tiêu, hoặc do đầu tư, mua mới cổ phần tại doanh nghiệp mục tiêu. Vì vậy, việc nghiên cứu mức sở hữu của SWF, SCIC tại các doanh nghiệp mục tiêu về thực chất tương đồng với việc nghiên cứu chiến lược đầu tư của SWF, SCIC, hay nói cách khác các nhân tố nào ảnh hưởng đến quyết định mức sở hữu của SWF, SCIC tại các doanh nghiệp mục tiêu.

2.2. Các lý thuyết về công ty đầu tư vốn nhà nước

SCIC Việt Nam hay các SWF ở các quốc gia mặc dù là một tổ chức có nhiều mục tiêu ngoài theo mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận, nhưng đây vẫn là hình thức kinh doanh và vẫn lấy mục tiêu tạo lợi nhuận làm một tiêu chí quan trọng. Do đó, các nền tảng lý thuyết áp dụng cho SWF là nền tảng lý thuyết được áp dụng trong kinh doanh và quản lý. Nội dung phần này sẽ trình bày các nhóm lý thuyết có liên quan đến nguồn gốc, mục tiêu hay cơ chế hoạt động của SWF. Đặc biệt, các lý thuyết này cũng giải thích được tác động của SWF đến thị trường và các doanh nghiệp mục tiêu nhận đầu tư của SWF.

2.2.1. Lý thuyết về tích tụ và tập trung vốn của Karl Marx

Vấn đề tích tụ tư bản của C. Mác chỉ ra tích lũy tư bản, trong kinh tế chính trị Mác - Lênin là việc biến một bộ phận giá trị thặng dư trở lại thành tư bản, còn trong các lý luận kinh tế học khác, nó đơn giản là sự hình thành tư bản, tăng lượng vốn dưới hình thức tư bản cố định và lưu kho của chính phủ và tư nhân. Từ những lý luận đó, ta thấy về bản chất, sự vận hành của các tổ chức tài chính kinh doanh nói chung, của SWF, hay của công ty đầu tư vốn nhà nước nói riêng là sự vận động nhằm tăng giá trị, tăng thêm nguồn vốn nói chung. Nhu cầu tích tụ, tập trung tư bản là yêu cầu của tổ chức tín dụng nói chung, hay các công ty vốn nói riêng; tích tụ là sự tăng lên của vốn thông qua đầu tư và kinh doanh vốn, còn tập trung là sự tăng lên của vốn thông qua gom vốn, hùn vốn, từ nhiều chủ sở hữu vốn với các hình thức khác nhau.

Như vậy, thực chất của tích lũy tư bản là tư bản hóa giá trị thặng dư. Nghiên cứu tích lũy và tái sản xuất mở rộng tư bản chủ nghĩa có thể rút ra các kết luận: nguồn gốc duy nhất của tư bản tích lũy là giá trị thặng dư và tư bản tích lũy chiếm tỷ lệ ngày càng lớn trong toàn bộ tư bản; quá trình tích lũy đã làm cho quyền sở hữu trong nền kinh tế hàng hóa biến thành quyền chiếm đoạt tư bản chủ nghĩa, nhưng sự biến đổi đó không vi phạm quy luật giá trị, động lực thúc đẩy tích lũy tư bản là quy luật giá trị thặng dư và cạnh tranh. Bên cạnh đó, để cạnh tranh trên thị trường, các chủ thể kinh doanh phải có số tư bản đầu tư đủ lớn, phải có quá trình tích tụ, tập trung tư bản.

Vốn là một yếu tố đầu vào không thể thiếu và rất quan trọng trong các hoạt động kinh tế, để nền kinh tế tăng trưởng cao thì nhu cầu về vốn càng lớn và đòi hỏi phải sử dụng hiệu quả nguồn vốn đó, nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, chuyển dịch cơ cấu kinh tế. Nhu cầu tích tụ và tập trung vốn ở Việt Nam hiện nay rất lớn, tuy nhiên quản lý vốn đang diễn ra hết sức phức tạp, do nền kinh tế thị trường của Việt Nam là nền kinh tế thị trường theo định hướng xã hội chủ nghĩa, với nhiều thành phần kinh tế và các hình thức sở hữu đan xen nhau. Đối với các doanh nghiệp nhà nước, chính phủ đang tiến hành cổ phần hóa doanh nghiệp phát huy mọi năng lực cũng như mọi khả năng quản lý của họ từ đó nâng cao hiệu quả sử dụng vốn. Từ thực trạng đó, việc Nhà nước phải thành lập những tổ chức tài chính của Nhà nước để nắm giữ quyền chủ động dẫn dắt nền kinh tế là một yêu cầu cấp thiết, phù hợp với quy luật và thực tiễn tại Việt Nam.

Lý thuyết này cho thấy sự cần thiết phải hình thành các SWF nói chung và Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước tại Việt Nam (SCIC) nói riêng để thể hiện vai trò của Nhà nước, đúng với định hướng chung của Đảng và Nhà nước Việt Nam. Quy luật tích lũy tư bản thể hiện vai trò của nó trong việc huy động vốn ở các doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường định hướng XHCN ở VN.

2.2.2. Lý luận về vai trò kinh tế nhà nước và quan điểm về kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa

Lý luận của Karl Marx về vai trò kinh tế nhà nước. Theo quan điểm của Karl Marx nhà nước có vai trò rất quan trọng trong nền kinh tế, vai trò của nhà nước được thể hiện qua việc tổ chức thực hiện quản lý toàn bộ nền kinh tế một cách toàn diện và có hiệu quả, trong mọi mặt của đời sống kinh tế, xã hội, chính trị và văn hoá của nhân dân. Để quản lý nền kinh tế nhà nước phải sử dụng hệ thống công cụ, kế hoạch thống nhất, trong mọi mặt, mọi khâu từ quản lý sản xuất, phân phối sản phẩm, kiểm tra chặt chẽ mức độ lao động và mức độ tiêu dùng. Karl Marx chủ trương quản lý nền kinh tế dưới góc độ vĩ mô từ hiện tượng đến bản chất, trong một nền kinh tế thì cần phải có sự can thiệp của nhà nước. Khi nền kinh tế phát triển theo cơ chế thị trường sẽ có rất nhiều

khuyết tật, nhà nước can thiệp vào nền kinh tế nhằm hạn chế tối đa những khuyết tật và phát huy cao độ những mặt tích cực của kinh tế phát triển. Theo Karl Marx, trong nền kinh tế theo thị trường sẽ bộc lộ những hạn chế nhất định, nếu không có sự can thiệp của nhà nước thì nền kinh tế không hoạt động không cân đối, tạo nên sự bất công, không dung hoà được các mối quan hệ và lợi ích. Nhà nước phải thực hiện đồng thời nhiều chức năng, trong đó có vai trò quản lý kinh tế, vai trò điều tiết nền kinh tế ở tầm vĩ mô đảm bảo sự phát triển ổn định về nền kinh tế, chống lạm phát và khuynh hướng tạo ra sự cân đối giữa các ngành nghề, cân đối giữa cung và cầu, điều tiết sự lưu thông hàng hoá và tiền tệ. Nhà nước đảm bảo tính hiệu quả cho sự phát triển, nhà nước dùng các chính sách tiền tệ, tài chính, tài khoá và các biện pháp đưa khoa học kỹ thuật công nghệ vào nền kinh tế thúc đẩy sự nền kinh tế phát triển nhanh chóng. Trong đó, vai trò nhà nước trong chính sách tiền tệ rất quan trọng và đặc biệt quan trọng là không để nguồn vốn nhà nước bị thất thoát. Do đó, nhà nước phải linh hoạt thích ứng, duy trì và tạo ra những điều kiện thuận lợi cho nền kinh tế. Trong bất kỳ một quốc gia nào đều nhất thiết phải có sự tham gia điều tiết của nhà nước, Việt Nam ta theo đang xây dựng củng cố vai trò nhà nước trong nền kinh tế, trong đó có chính sách tiền tệ, vốn nhà nước, trên cơ sở khoa học, tôn trọng quy luật thị trường có sự quản lý, điều tiết của nhà nước.

Lý luận của Keynes về vai trò kinh tế nhà nước, theo Keynes nhà nước cần có kế hoạch kinh tế dài hạn, đầu tư trên quy mô lớn và thông qua đó như một công cụ sử dụng để can thiệp trong quá trình kinh tế. Keynes cho rằng nền kinh tế không thể tự cân đối được, muốn có sự cân đối không thể dựa vào cơ chế thị trường tự phát mà phải cần sự điều tiết của nhà nước. Nhà nước tham gia vào thị trường như là biện pháp để duy trì cầu đầu tư thông qua những chương trình hỗ trợ tín dụng từ ngân sách nhà nước bằng hình thức các đơn đặt hàng, các hoạt động hỗ trợ thu mua của nhà nước; những động thái này nhằm ổn định nền kinh tế, tạo ra môi trường kinh doanh, bình ổn thị trường; giúp các doanh nghiệp thu về lợi nhuận, tạo sự ổn định cho các doanh nghiệp. Nhà nước sử dụng hệ thống tài chính tín dụng và lưu thông tiền tệ, như là những công cụ quan trọng để điều tiết nền kinh tế. Mục đích nhằm thúc đẩy lòng tin, tạo sự lạc quan

và tích cực đầu tư của các doanh nhân. Ông đề xuất bổ sung khối lượng tiền vào lưu thông tăng giá cả hàng hóa, từ đó tăng phần lời triển vọng tăng hiệu quả giới đầu tư tư bản. Điều này có thể dẫn tới lạm phát, Tuy nhiên nhà nước có thể chủ động tạo ra lạm phát nếu kiểm soát được lạm phát sẽ làm giảm lãi suất tăng giới hạn đầu tư tư bản. Để trang trải những khoản chi tiêu của nhà nước bù đắp những khoản thâm hụt của nhà nước và mở rộng đầu tư của nhà nước. Theo Keynes, chính phủ có thể can thiệp vào nền kinh tế thông qua công cụ chính sách tài khóa, bao gồm thuế và chi tiêu ngân sách. Keynes nhấn mạnh vấn đề chi ngân sách và cho rằng chính phủ nên cung ứng những kích thích ban đầu bằng những công trình kinh tế công cộng. Những công trình kinh tế công cộng đó, một mặt tạo ra việc làm, mặt khác dẫn đến tăng cầu về tư liệu sản xuất, nó còn có thể dẫn đến sự xuất hiện của những hình thức hoạt động dịch vụ thu hút khối lượng lao động lớn, làm tăng hơn nữa số lượng việc làm, nhu cầu tiêu dùng của cá nhân có khả năng thanh toán tăng tạo lực đẩy, kích thích khu vực kinh tế tư nhân phát triển, tạo niềm tin cho doanh nghiệp trong kinh doanh, cách thức can thiệp của chính phủ như vậy sẽ dẫn đến hiệu ứng cho nền kinh tế. Từ những quan điểm và cách lập luận của Keynes có thể khẳng định rằng, nền kinh tế thị trường không có khả năng tự điều tiết. Vì vậy, để thúc đẩy sự phát triển đều đặn, nhà nước phải trực tiếp can thiệp và điều tiết vào kinh tế.

Quan điểm của Đảng Cộng sản Trung Quốc về kinh tế thị trường xã hội chủ nghĩa đặc sắc Trung Quốc và vai trò kinh tế nhà nước. Trải qua hơn 40 năm cải cách và mở cửa, thành tựu lớn nhất đến nay về mặt lý luận là Đảng Cộng sản Trung Quốc đã xây dựng và làm rõ lý luận những vấn đề cơ bản về nền kinh tế thị trường xã hội chủ nghĩa đặc sắc Trung Quốc. Đại hội XV đột phá vào vấn đề cốt lõi của xây dựng chủ nghĩa xã hội ở Trung Quốc là vấn đề sở hữu. Sở hữu là mặt chủ yếu có tính chất quyết định nhất trong quan hệ sản xuất, mà quan hệ sản xuất lại quyết định kinh tế thị trường, cho nên sở hữu có tác động đến chế độ xã hội, cải cách doanh nghiệp nhà nước. Đến Đại hội XVIII, Đảng Cộng sản Trung Quốc nêu lên nội dung quan trọng nhất của hoàn thiện kinh tế thị trường xã hội chủ nghĩa là xử lý mối quan hệ giữa nhà nước với thị trường. Chế độ công hữu là chủ thể, kinh tế nhiều sở hữu cùng phát triển,

đây là trụ cột quan trọng của chế độ xã hội chủ nghĩa đặc sắc Trung Quốc và là nền tảng của thể chế kinh tế thị trường xã hội chủ nghĩa, kiên trì địa vị chủ thể của kinh tế công hữu, phát huy vai trò chủ đạo của kinh tế nhà nước. Đại hội XXIX chỉ rõ cải cách thể chế kinh tế phải lấy việc hoàn thiện chế độ quyền tài sản và sắp xếp theo hướng thị trường hóa các yếu tố sản xuất làm trọng điểm; hoàn thiện thể chế quản lý vốn quốc hữu các loại, cải cách thể chế nhận quyền kinh doanh vốn quốc hữu, nhanh chóng tối ưu hóa bố cục, điều chỉnh kết cấu, sắp xếp lại mang tính chiến lược đối với kinh tế quốc hữu, thúc đẩy vốn quốc hữu được bảo tồn và tăng giá trị, phòng ngừa có hiệu quả việc thất thoát vốn quốc hữu; đi sâu cải cách doanh nghiệp quốc hữu, phát triển kinh tế sở hữu hỗn hợp, bồi dưỡng một loạt doanh nghiệp tốp đầu thế giới có sức cạnh tranh toàn cầu. Như vậy, bàn tay hữu hình của nhà nước cũng đã phát huy tích cực, điều tiết vĩ mô của chính phủ thông qua chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ, chính phủ tác động vào thị trường để khắc phục những khiếm khuyết mà kinh tế thị trường mang lại. Nghiên cứu thể chế kinh tế thị trường xã hội chủ nghĩa ở Trung Quốc, thấy rõ vấn đề được xây dựng trên cơ sở khoa học, tôn trọng thực tiễn, tổng kết thực tiễn nâng lên thành lý luận rồi quay trở lại chỉ đạo thực tiễn là những bước đi tôn trọng qui luật khiến cho cải cách kinh tế ở Trung Quốc thành công. Đây là kinh nghiệm giúp Việt Nam bài học có giá trị tham khảo cho phát triển nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa ở Việt Nam.

Quan điểm của Đảng Cộng sản Việt Nam về vai trò kinh tế nhà nước và nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Tại Việt Nam, qua hơn 35 năm đổi mới từ Đại hội Đảng lần thứ VI đến Đại hội Đảng lần thứ XIII, thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa ngày càng được hoàn thiện và được chứng minh tính đúng đắn trên thực tế, đặc biệt phát triển các vấn đề chủ yếu như xác định rõ hơn bản chất và phương hướng, phương thức phát triển kinh tế thị trường cũng như xác định lộ trình hiện thực hoá. Nguyễn Hồng Sơn (2017), Tư tưởng phát triển kinh tế thị trường trong xây dựng chủ nghĩa xã hội được đề cập trong Văn kiện Đại hội VI của Đảng. Tại Đại hội VII, lần đầu tiên Đảng đưa ra khái niệm “định hướng xã hội chủ nghĩa” để nhấn mạnh đặc trưng của nền kinh tế vận hành theo cơ chế thị trường ở

Việt Nam trong thời kỳ quá độ. Đến Đại hội XII tiếp tục làm rõ hơn những vấn đề cốt lõi về bản chất nền kinh tế thị trường định hướng XHCN ở nước ta: Nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa Việt Nam là nền kinh tế vận hành đầy đủ, đồng bộ theo các quy luật của kinh tế thị trường, đồng thời bảo đảm định hướng XHCN phù hợp với từng giai đoạn phát triển của đất nước. Báo cáo chính trị trình Đại hội XIII xác định trong nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, giữa Nhà nước, thị trường và xã hội có quan hệ chặt chẽ. Nhà nước xây dựng và hoàn thiện thể chế, bảo vệ quyền tài sản, quyền kinh doanh, giữ ổn định kinh tế vĩ mô, các cân đối lớn của nền kinh tế; tạo môi trường thuận lợi, công khai, minh bạch cho các doanh nghiệp, các tổ chức xã hội và thị trường hoạt động; điều tiết, định hướng, thúc đẩy kinh tế phát triển, gắn kết phát triển kinh tế với phát triển văn hoá, xã hội, bảo vệ môi trường, bảo đảm quốc phòng, an ninh. Nguyễn Phú Trọng (2021) một đặc trưng cơ bản của định hướng xã hội chủ nghĩa trong kinh tế thị trường ở Việt Nam là phải gắn kinh tế với xã hội, thống nhất chính sách kinh tế với chính sách xã hội, tăng trưởng kinh tế đi đôi với thực hiện tiến bộ và công bằng xã hội ngay trong từng bước, từng chính sách và trong suốt quá trình phát triển. Mỗi chính sách kinh tế đều phải hướng tới mục tiêu phát triển xã hội; mỗi chính sách xã hội phải nhằm tạo ra động lực thúc đẩy phát triển kinh tế; khuyến khích làm giàu hợp pháp phải đi đôi với xóa đói, giảm nghèo bền vững, chăm sóc những người có công, những người có hoàn cảnh khó khăn.

Tính định hướng xã hội chủ nghĩa làm cho thể chế kinh tế thị trường ở nước ta khác với kinh tế thị trường khác, đó là việc quan tâm giải quyết các vấn đề xã hội vừa đảm bảo sự phát triển bền vững, vừa thể hiện rõ định hướng xã hội chủ nghĩa của nền kinh tế, hạn chế tác động tiêu cực của kinh tế thị trường, thực hiện mục tiêu phát triển con người. Yếu tố xã hội trong nền kinh tế thị trường định hướng Xã hội chủ nghĩa, song song với đẩy nhanh nhịp độ tăng trưởng kinh tế, thì đặc biệt quan tâm là nâng cao đời sống nhân dân, mô hình này hướng tới tự do và công bằng xã hội. Nhận thức của Đảng về nguồn lực và cơ chế phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế thị trường định hướng XHCN cũng có sự thay đổi theo hướng phát triển, hiện đại đặc biệt là thị

trường tài chính, tiền tệ, thị trường vốn, trong đó có sự cần thiết ra đời mô hình công ty đầu tư vốn nhà nước.

Bất kỳ quốc gia nào cũng vậy, vai trò kiến tạo của Nhà nước có ý nghĩa quyết định, tạo động lực quan trọng phát huy sức mạnh các thành phần kinh tế. Trong đó, vai trò chủ đạo của doanh nghiệp nhà nước rất quan trọng để tạo nên sức mạnh kinh tế cho quốc gia, đó là các công cụ quản lý kinh tế vĩ mô, sử dụng các chương trình đầu tư tín dụng, vốn nhà nước để tạo điều kiện và hướng dẫn sự phát triển của các ngành, các địa phương và các thành phần kinh tế. Xác định vai trò DNNN trong nền kinh tế với yêu cầu phải hoạt động có hiệu quả từ đó góp phần tạo ra động lực phát triển cho chính DNNN và định hướng cho các loại hình doanh nghiệp khác, với mục đích cuối cùng là thúc đẩy nhanh hơn sự phát triển đất nước, đồng thời bảo đảm công bằng xã hội. Mặc dù số lượng chiếm tỷ lệ rất nhỏ về số lượng trong khu vực doanh nghiệp, nhưng DNNN vẫn là nguồn thu lớn cho ngân sách Nhà nước. Tuy nhiên, lượng tài sản khổng lồ DNNN nắm giữ chưa phát huy hết được hiệu quả. Trong đó có không ít doanh nghiệp nhà nước thua lỗ, làm thất thoát vốn nhà nước, thậm chí đứng trước nguy cơ phá sản. Công ty đầu tư vốn nhà nước có vai trò thúc đẩy nhanh quá trình cải cách doanh nghiệp nhà nước, thực hiện các biện pháp giải quyết vấn đề tài chính của doanh nghiệp nhà nước, là một công cụ điều tiết tài chính của nhà nước.

2.2.3. Lý thuyết quyền sở hữu (người đại diện)

Theo Demsetz, (1967) về quyền tài sản được hiểu là tập hợp của rất nhiều quyền và lợi ích, trong đó có các quyền cơ bản như quyền kiểm soát việc sử dụng tài sản, quyền thụ hưởng lợi nhuận thu được từ việc sử dụng tài sản, các quyền chuyển nhượng, thế chấp tài sản. Theo lý thuyết này, một quyền tài sản đương nhiên có thể bị kiểm soát và chia sẻ lợi ích bởi nhiều chủ thể. Ở Trung Quốc, vấn đề quyền tài sản được nghiên cứu và đề cập một cách rõ ràng, họ cho rằng: “Quyền tài sản là tập hợp một nhóm quyền lợi với tài sản bao gồm quyền sở hữu, quyền kinh doanh, quyền sử dụng, xử lý và quyền thu lợi ích từ tài sản. Quyền sở hữu là cơ sở của quyền tài sản. Quyền kinh doanh bao gồm các quyền sử dụng, quyết định xử lý... Quyền thu lợi ích

là sự thực hiện về kinh tế của quyền sở hữu và quyền kinh doanh. Quan hệ quyền tài sản là quan hệ hành vi chế ước thừa nhận lẫn nhau tạo nên khi chiếm hữu và sử dụng, thể hiện mối quan hệ giữa người với người quyết định mọi hành vi và quan hệ kinh tế” (Nguyễn Kim Bảo, 2002).

Hướng dẫn OECD về Quản trị doanh nghiệp cho các DNNN (2015) có đề cập đến việc xung đột lợi ích có thể xảy ra nếu một cơ quan chính phủ có cả chức năng quản lý và chức năng sở hữu phần vốn nhà nước. Vì việc phân tách 2 chức năng trên là “điều kiện cần thiết cơ bản” để đảm bảo tính công bằng cho sân chơi của doanh nghiệp tư nhân và DNNN và tính hiệu quả trong phân bổ nguồn lực nhà nước. Việc thực hiện quyền sở hữu nên được xác định rõ trong quản lý của Nhà nước. Việc này có thể được thực hiện thông qua thiết lập nên một cơ quan điều phối, hay chính xác hơn là sự tập trung hóa của chức năng sở hữu. Sự tập trung hóa của chức năng sở hữu cũng có thể cho phép tăng cường và kết hợp các năng lực có liên quan bằng việc tổ chức một đơn vị các chuyên gia về các vấn đề then chốt trong quản lý Vốn Nhà nước như báo cáo tài chính hay đề cử hội đồng thành viên. Tập trung các chức năng quyền sở hữu trong một tổ chức duy nhất có lẽ là phù hợp cho các DNNN trong các lĩnh vực có tính cạnh tranh cao, mà không phù hợp áp dụng với các DNNN theo đuổi mục tiêu công. Tách bạch quyền sở hữu của nhà nước với các chức năng quản lý là một đóng góp đáng kể nhất từ việc cải tiến vận hành của SCIC.

Trong khoa học chính trị và kinh tế, vấn đề chủ sở hữu và người đại diện hay nghịch lý đại diện đề cập những khó khăn nảy sinh trong điều kiện thông tin không hoàn hảo và không cân xứng khi chủ sở hữu thuê người đại diện để thực hiện lợi ích của mình, nhưng người đại diện có thể không hành động vì lợi ích của chủ sở hữu mà vì bản thân họ (tư lợi). Vậy ai là chủ sở hữu, chủ sở hữu (principals) là chủ của các nguồn lực. Còn thế nào là người đại diện (Agent) hay quản lý. 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 người chủ sở hữu nhằm phục vụ lợi ích của chủ sở hữu. Vì thế, nội dung lý thuyết về quyền sở hữu của Demsetz còn có thể được xem là lý thuyết người đại diện (Agency theory).

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. 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 có 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. Tóm lại, theo lý thuyết người đại diện, cơ chế kiểm soát là cần thiết vì tồn tại mâu thuẫn về lợi ích, cả hai bên là người chủ và người đại diện luôn muốn có được lợi ích cho riêng mình.

Liên quan đến các SWF, lý thuyết người đại diện có thể được sử dụng để làm rõ ba mối quan hệ người chủ - đại diện. Trước hết, 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. Vì thế công dân là chủ thực tế, trong khi 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. Điều này dẫn đến mâu thuẫn thứ hai giữa người chủ và người đại diện: giữa ban lãnh đạo SWF và người được ban lãnh đạo thuê để vận hành SWF. Cuối cùng, mâu thuẫn xảy ra giữa SWF và doanh nghiệp mục tiêu nhận đầu tư của SWF. Trong mâu thuẫn thứ ba này, công ty nhận đầu tư có thể có những ý định đầu tư kém hiệu quả sử dụng nguồn tài trợ là vốn của 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.

Chính từ các loại mâu thuẫn phức tạp liên quan đến sự vận hành của SWF, lý thuyết chi phí người đại diện ủng hộ cho cơ chế quản trị cho SWF. SWF cần tăng tính hợp pháp và tính minh bạch, đảm bảo vốn được sử dụng cho các mục tiêu đầu tư sinh lời tốt, giải quyết các vấn đề nội địa.

2.2.4. Lý thuyết thương mại quốc tế

Thương mại quốc tế đóng góp phần lớn vào GDP của một quốc gia. Trong thời buổi hội nhập, thương mại quốc tế là bắt buộc nếu quốc gia muốn gia tăng sản phẩm dịch vụ mà chính bản thân quốc gia này không thể đáp ứng. Khi thương mại quốc tế diễn ra, hệ thống tiền tệ quốc tế và các tỷ giá của các đồng tiền được sử dụng và trao đổi. Nói chung, giao thương quốc tế sẽ dẫn đến có quốc gia có thặng dư hoặc quốc gia sẽ có thâm hụt hàng năm. Để có thể giảm tác động của các biến động thương mại giữa các quốc gia, ngân hàng trung ương của mỗi quốc gia nỗ lực tiết kiệm nguồn ngoại hối có được từ xuất khẩu. Với nguồn dự trữ ngoại hối ổn định, các quốc gia cũng có thể ổn định các yếu tố quan trọng như lãi suất, tỷ giá của các đồng tiền quan trọng như USD và Euro.

Áp dụng lý thuyết này cho các SWF là: Khi có nguồn dự trữ ngoại hối, các quốc gia muốn gia tăng lợi nhuận từ các quỹ dự trữ này. Đây là một trong những lý do thành lập của các công ty quản lý quỹ nhà nước (SWF). Do đó, việc tích lũy ngoại hối đóng vai trò quan trọng cho việc thành lập một công ty quản lý quỹ nhà nước. Một ví dụ điển hình là các nền kinh tế đang phát triển châu Á đã tích tụ được một khoản thặng dư lớn trong cán cân thương mại và thậm chí trở thành các nhà xuất khẩu vốn ròng thay vì trước đó là các quốc gia chuyên nhập khẩu vốn. Các khoản thặng dư lớn cũng vượt quá nhu cầu thanh khoản thông thường của các chính phủ châu Á, do đó các chính phủ ở các quốc gia này chuyển hướng tập trung từ nhiệm vụ quản lý thanh khoản sang gia tăng quy mô quỹ dự trữ bằng cách đầu tư hiệu quả. Park và Estrada (2011) cho rằng đây cũng là các động cơ chính dẫn đến sự thành lập của các công ty quản lý quỹ nhà nước: chuyển đổi các quỹ dự trữ thành nguồn vốn để đầu tư kiếm lời.

2.2.5. Lý thuyết đồng hóa

Lý thuyết này giải thích nền tảng môi trường xã hội là lý do tại sao nhiều tổ chức khác nhau nhưng vẫn có cơ cấu tổ chức tương đồng. Quan điểm đồng hóa được giới thiệu trong nghiên cứu của DiMaggio và Powell (1983).

Áp dụng lý thuyết này cho các SWF là: Lý thuyết tổ chức cho rằng các tổ chức có được tính hợp pháp, ổn định cũng như có được nguồn lực từ bên ngoài bằng cách phỏng theo các quy trình và cơ chế. Bốn cơ chế đồng hóa gồm: đồng hóa do yếu tố cạnh tranh, nghĩa là áp lực đến các tổ chức do yếu tố cạnh tranh trên thị trường, đồng hóa cưỡng ép, do ảnh hưởng chính trị và vấn đề hợp pháp (legitimacy), đồng hóa bắt chước, do những hành vi ứng xử đã trở thành chuẩn mực hoặc tương đồng của các tổ chức đối với những thay đổi hoặc biến động của thị trường, cũng như đồng hóa chuẩn tắc (normative) do cùng mức độ chuyên nghiệp. Lý thuyết này đúng với các quyết định đầu tư của các SWF có ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố nêu trên.

Khái niệm đồng hóa phù hợp trong trường hợp của các SWF, công ty quản lý quỹ nhà nước khi họ cố gắng bắt chước nhau về cơ cấu tổ chức, ảnh hưởng chính trị, tạo tài sản và chiến lược đầu tư để tăng trưởng và đáp ứng tương tự với các nước phương Tây đòi hỏi các mức độ cao trong quản trị và minh bạch.

2.2.6. Lý thuyết tối đa hóa tự chủ

Lý thuyết tối đa hóa tự chủ cho rằng việc thiết lập SWF có một mục tiêu chính là tạo điều kiện cho giới thống trị tiếp tục nắm bắt quyền lực và thúc đẩy sự giàu có của họ khi các quốc gia trở nên giàu có hơn nhờ có sự hỗ trợ của SWF. Nhiều SWF không có cơ chế báo cáo trực tiếp với công dân của quốc gia sở hữu SWF. Nhiều quốc gia sở hữu SWF không có tính dân chủ cao, do đó SWF không có trách nhiệm phục vụ quyền lợi của cư dân. Cơ cấu quản trị của các SWF đảm bảo các SWF báo cáo trực tiếp hoặc gián tiếp cho và được quản lý bởi các lực lượng thống trị.

Pistor và Hatton (2011) phân tích 4 SWF lớn: Kuwait, Abu Dhabi, Singapore và Trung Quốc, cho rằng lý thuyết tối đa hóa quyền tự chủ giải thích tốt các chiến lược của các SWF này. Trong nghiên cứu này, các tác giả chỉ ra các SWF được kiểm soát bởi các lực lượng chính trị mà các đối tượng này có quyền lợi gắn chặt với nền kinh tế quốc gia sở hữu SWF, cũng như khả năng cân bằng thế lực với các quốc gia khác, tránh can thiệp từ nước ngoài. Việc thành lập SWF là để phục vụ cho nhu cầu

tiếp tục nắm giữ quyền lực và tài sản thuộc quốc gia sở hữu SWF và tập trung quyền lực vào các tổ chức thống trị. Lý thuyết tối đa hóa tự chủ giải thích các động lực kinh tế chính trị của các SWF đã thành lập.

2.2.7. Lý thuyết quản lý tài chính

Các nhà nghiên cứu đã quan sát các chiến lược đầu tư của SWF, rủi ro thay đổi tùy thuộc vào các khoản đầu tư của SWF. Ví dụ, các quyết định đầu tư được đưa ra bởi các nhà lãnh đạo chính trị hoặc chịu ảnh hưởng của các nhà quản lý chuyên nghiệp (Bernstein và cộng sự, 2009). Ngoài lý thuyết danh mục đầu tư, các lý thuyết đầu tư khác bao gồm mô hình định giá tài sản vốn (CAPM), lý thuyết định giá chênh lệch giá và giả thuyết thị trường hiệu quả. Những lý thuyết này hỗ trợ quá trình ra quyết định lựa chọn tài sản và giao dịch đầu tư (Crabbe 1996, Chandra và Shadel 2007). Do đó, SWF có thể có tác động của các yếu tố tài chính và kinh tế, nó có thể tác động đến cung tiền và điều kiện kinh tế của thị trường, SWF và sự liên kết của nó với cung và cầu vốn trong nền kinh tế thị trường.

2.2.8. Lý thuyết phục vụ

Lý thuyết phục vụ dựa trên giả định ngược lại với lý thuyết đại diện. Cụ thể, người đại diện khi được phép hành động mà cần có hướng dẫn hay giám sát của người chủ, sẽ hành động một cách có trách nhiệm như thể chính họ là người chủ của tài sản (Barney và Hesterly, 2008). Lý thuyết phục vụ thường được giả định trong trường hợp của quỹ mạo hiểm (hedge fund). Điều này là do nếu các giám đốc quỹ làm việc hiệu quả thì họ sẽ được chia lợi nhuận từ các khoản đầu tư, hay các nhà đầu tư căn cứ vào hiệu suất của các giám đốc quản lý tài sản cho họ.

Lý thuyết phục vụ giả định rằng chủ tài sản sẽ được thỏa mãn bởi các nỗ lực riêng lẻ hoặc chung của người đại diện (Davis và cộng sự, 1997). Lý thuyết phục vụ sử dụng giả định rằng người đại diện được cho là có khả năng tự động viên và không có lợi ích cá nhân khiến dẫn đến các hành vi tiêu cực như tham nhũng. Điều này có nghĩa là các mục tiêu của chủ tài sản và đại diện được liên kết chặt chẽ và thống nhất với nhau. Sự thành công của lý thuyết phục vụ phụ thuộc vào mức độ chấp nhận trách

nhiệm của các nhà quản lý (người đại diện) và cơ chế phân cấp quyền lực và kiểm soát của quản lý (Barney và Hesterly, 2008).

Áp dụng lý thuyết phục vụ cho SWF, người ta có thể hiểu rằng công dân của quốc gia mong muốn chính phủ và ngân hàng trung ương hợp tác vì lợi ích quốc gia. Đầu tiên, các công dân trông cậy vào chính phủ như những người phục vụ và sau đó các nhà lãnh đạo, ngân hàng trung ương hay bộ tin cậy các cá nhân được thuê để vận hành SWF. Các ví dụ thành công là SWF của Na Uy, Trung Quốc, Singapore và Ả Rập Saudi nơi các ngân hàng trung ương có vai trò tích cực trong việc quản lý SWF và cung cấp các cơ chế pháp lý và quy định cho việc ra quyết định tài chính và phi tài chính (Anderson, 2009).

2.2.9. Lý thuyết các bên liên quan

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. Ngoài ra, theo lý thuyết này, các bên liên quan còn có thể được xác định dựa trên sự chấp nhận xã hội, thời gian và tính cấp bách của tổ chức (Mitchell và cộng sự, 1997). Quan tâm đến các yếu tố này giúp các nhà quản lý xác định các bên liên quan cụ thể có ý nghĩa quyết định đến sự tồn tại của tổ chức (Donaldson và Preston, 1995).

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). Khi thực hiện các phân tích này, các nhà quản lý trong tổ chức có thể giải quyết sự không nhất quán trong phong cách quản lý, hành vi, trách nhiệm và quản trị của họ. 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.

Tóm lại, các lý thuyết sử dụng chính cho nghiên cứu như sau:

Bảng 2.1. Tổng hợp các lý thuyết sử dụng chính trong nghiên cứu của Luận án

Vấn đề nghiên cứu	Lý thuyết vận dụng cho nghiên cứu
Sự cần thiết ra đời mô hình SWF, SCIC và vai trò của nhà nước trong nền	- Lý thuyết về tích tụ và tập trung vốn: Lý thuyết này cho thấy sự cần thiết phải hình thành các SWF, SCIC để thể hiện vai trò của Nhà nước trong nền kinh tế thị trường. Sự vận hành của các tổ chức tài chính kinh doanh nói chung, của SWF nói riêng là sự vận động nhằm tăng giá trị, tăng thêm nguồn vốn. Quy luật tích lũy

kinh tế thị trường	tư bản thể hiện vai trò của nó trong việc huy động vốn ở các doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường định hướng XHCN ở VN. - Lý luận về vai trò kinh tế nhà nước và quan điểm về kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa: SCIC có vai trò thúc đẩy nhanh quá trình cải cách doanh nghiệp nhà nước, thực hiện các biện pháp giải quyết vấn đề tài chính của doanh nghiệp nhà nước, là một công cụ điều tiết tài chính của nhà nước. thúc đẩy yếu tố xã hội trong nền kinh tế thị trường định hướng Xã hội chủ nghĩa.
Các yếu tố ảnh hưởng đến chiến lược đầu tư, mức sở hữu của SWF, SCIC; đảm bảo nguồn vốn đầu tư được bảo toàn và phát triển	- Lý thuyết về quyền sở hữu/ người đại diện: Vận dụng lý thuyết người đại diện, có thể thấy trong các mối quan hệ đều xuất hiện mâu thuẫn giữa hai bên người chủ và người đại diện; cơ chế kiểm soát là cần thiết để giảm thiểu các xung đột. Trường hợp này ứng dụng cho các đại diện của SWF, SCIC với các doanh nghiệp mục tiêu, liên quan đến sự vận hành, cơ chế quản trị của SWF, SCIC, cần tăng tính hợp pháp và tính minh bạch, đảm bảo vốn được sử dụng cho các mục tiêu đầu tư sinh lời tốt, giải quyết các vấn đề nội địa. Lý thuyết này có thể xem là lý thuyết liên quan trong luận án, do sự phù hợp với đặc điểm sở hữu của SCIC và SWF. - Lý thuyết phục vụ: Áp dụng lý thuyết phục vụ cho SWF, người ta có thể hiểu rằng công dân của quốc gia mong muốn chính phủ và ngân hàng trung ương hợp tác vì lợi ích quốc gia. Việc quản lý SWF và cung cấp các cơ chế pháp lý và quy định cho việc ra quyết định tài chính và phi tài chính (hiệu quả xã hội) (Anderson, 2009). - Lý thuyết quản lý tài chính: Vận dụng lý thuyết này và việc giả định cơ bản các danh mục đầu tư hiện đại liên quan đến chiến

	lược đầu tư, việc tăng lợi nhuận hoặc giảm rủi ro được thực hiện bằng cách phân bổ các khoản đầu tư vào các loại tài sản khác nhau cho một danh mục đầu tư cân bằng. SWF có thể có tác động của các yếu tố tài chính và kinh tế, nó có thể tác động đến cung tiền và điều kiện kinh tế của thị trường, SWF và sự liên kết của nó với cung và cầu vốn trong nền kinh tế thị trường. Đây là lý thuyết cần thiết cho nghiên cứu do mẫu nghiên cứu là các doanh nghiệp trong nước, do đó tính đa dạng hóa sẽ thấp hơn so với các SWF có đầu tư ra quốc tế.
Tác động từ đầu tư, hiệu quả hoạt động của SWF, SCIC	- Lý thuyết các bên liên quan: Lý thuyết 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 của họ; lợi ích của họ tương tự như các nhà đầu tư hoặc cổ đông trong các công ty tạo ra lợi nhuận từ nhân vì công dân là chủ sở hữu thực sự của SWF. Tuy nhiên, có thể thấy SWF vẫn thuộc sở hữu của nhà nước, nên có thể vẫn phải đảm nhiệm một số nhiệm vụ chính trị, là cánh tay nối dài của nhà nước trong việc thực hiện một số nhiệm vụ xã hội, phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế. Vận dụng quan trọng lý thuyết này là: bản thân các mâu thuẫn này cũng đưa ra cơ sở giải thích hiệu quả hoạt động và cách ứng xử của SWF đối với nhiều đối tượng liên quan. Đây là lý thuyết quan trọng được sử dụng để giải thích hoạt động và hiệu quả hoạt động của SWF.
Vấn đề minh bạch và cơ chế quản trị của SWF	- Lý thuyết đồng hóa: Lý thuyết đồng hóa giải thích sự quy tụ về cách thức và quy chế hoạt động SWF, giải thích các SWF cũng như các tổ chức có các cơ chế hoạt động phù hợp và tương đồng với nhau do các tác động như áp lực thị trường.

	- Lý thuyết tối đa hóa tự chủ: Lý thuyết tối đa hóa tự chủ cho rằng việc thiết lập SWF có một mục tiêu chính là tạo điều kiện cho giới thông trị tiếp tục nắm bắt quyền lực và thúc đẩy sự giàu có của họ khi các quốc gia trở nên giàu có hơn nhờ có sự hỗ trợ của SWF. Lý thuyết tối đa hóa tự chủ giải thích các động lực kinh tế chính trị của các SWF đã thành lập.
--	--

Nguồn: Tổng hợp và chọn lọc của tác giả.

2.3. Hiệu quả hoạt động của công ty đầu tư vốn nhà nước

2.3.1. Khái niệm về hiệu quả hoạt động

Hiệu quả kinh tế là kết quả thu được khi sử dụng nguồn lực đầu vào để thực hiện các mục tiêu kinh tế cụ thể đã đề ra, như chi phí hoặc yếu tố đầu vào để nhận được lợi ích kinh tế đó. Hiệu quả xã hội là các mục tiêu xã hội đạt được từ các hoạt động kinh tế. Như vậy, có thể thấy, giữa hiệu quả kinh tế và hiệu quả xã hội có mối quan hệ chặt chẽ. Quan điểm của Lênin về vấn đề này như sau: Chẳng lẽ có thể có kinh tế bên ngoài xã hội. Tất cả mọi cái kinh tế thì đồng thời cũng là xã hội.

Hiệu quả là thuật ngữ thuật ngữ dùng để chỉ một phân bổ nguồn lực trong số những phân bổ tốt nhất có thể (Guerrien, 2007). Adam Smith (1723-1790) cho rằng hiệu quả hoạt động kinh doanh là kết quả đạt được trong hoạt động kinh tế, là doanh thu tiêu thụ hàng hóa (Smith, 1997). Quan điểm Alfred Marshall (1842-1924) cho rằng, hiệu quả hoạt động kinh doanh là quan hệ tỷ lệ giữa phần tăng thêm của kết quả và phần tăng thêm của chi phí (Marshall, 1956), quan điểm này thể hiện được quan hệ so sánh giữa kết quả đạt được và chi phí đã tiêu hao, nhưng chỉ xét đến phần kết quả bổ sung và chi phí bổ sung. Theo P.A Samuelson và Nordhaus hiệu quả tức là sử dụng một cách hiệu quả nhất các nguồn lực của nền kinh tế nhằm thỏa mãn nhu cầu mong muốn của con người.

Thực tiễn đời sống xã hội hàm chứa rất nhiều mặt hoạt động khác nhau như kinh tế, chính trị, xã hội... Do vậy, khi nói đến hiệu quả của một lĩnh vực nào đó

người ta gắn liền với hiệu quả như hiệu quả kinh tế, hiệu quả xã hội, trong đó, hiệu quả kinh tế là quan trọng nhất bởi vì nó quyết định và tác động đến mọi mặt hoạt động khác của đời sống xã hội. Hiệu quả kinh tế phản ánh trình độ sử dụng các nguồn lực để đạt được mục tiêu kinh tế trong một thời kỳ hay một giai đoạn nhất định. Tuy vậy, ở góc độ hẹp hơn trong phạm vi từng doanh nghiệp riêng lẻ thì hiệu quả kinh tế chính là hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Hiệu quả là khái niệm thể hiện kết quả đạt được khi thực hiện các mục tiêu hoạt động với chi phí bỏ ra để thực hiện kết quả đó trong những điều kiện nhất định. Một cách tiếp cận khác hiệu quả là một chỉ tiêu phản ánh mức độ thu lại được kết quả nhằm đạt được mục đích nào đó của chủ thể tương ứng với một đơn vị nguồn lực đã bỏ ra trong quá trình hoạt động. Như vậy, hiệu quả là phạm trù phản ánh mối tương quan giữa chi phí bỏ ra và kết thu về sau quá trình hoạt động, phản ánh trình độ sử dụng nguồn lực, còn kết quả bao giờ cũng là mục tiêu cụ thể mà doanh nghiệp muốn đạt được, là yếu tố cần thiết được sử dụng để xác định và đánh giá hiệu quả (Đỗ Huyền Trang, 2012).

2.3.2. Về hiệu quả hoạt động kinh doanh vốn nhà nước

Hiệu quả kinh doanh được các nhà kinh tế học trên thế giới bắt đầu nghiên cứu từ thế kỷ XVIII, những năm 60 của thế kỷ XX vấn đề này được nghiên cứu thấu đáo hơn, những câu hỏi luôn được đặt ra là: Hoạt động kinh doanh như thế nào được coi là có hiệu quả? Tiêu chí nào đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp? Hiệu quả kinh doanh có tính đến hiệu quả xã hội không? Giải pháp nào nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp?

Theo Phạm Thị Hương (2018), hiệu quả kinh doanh vốn Nhà nước tại doanh nghiệp có vốn Nhà nước sở hữu, là Nhà nước với vai trò đại diện chủ sở hữu đầu tư vốn vào các doanh nghiệp bằng hình thức đầu tư trực tiếp hoặc gián tiếp thông qua việc ủy quyền người đại diện vốn Nhà nước, tham gia trực tiếp điều hành doanh nghiệp với mục đích đem lại khả năng sinh lợi đồng vốn Nhà nước tại doanh nghiệp, bảo toàn phát triển phần vốn Nhà nước có hiệu quả và góp phần cho sự phát triển của

doanh nghiệp cũng như thực hiện được các mục tiêu kinh tế xã hội. Nội hàm của khái niệm nêu trên bao gồm các yếu tố: chủ sở hữu, mục tiêu, nội dung và môi trường hoạt động kinh doanh vốn Nhà nước tại doanh nghiệp.

Những quan điểm nêu trên không chỉ thể hiện sự khác nhau về quan niệm hiệu quả hoạt động kinh doanh mà còn thể hiện sự phát triển của lý thuyết về hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, làm cơ sở cho việc phân tích, đánh giá hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Điểm chung nhất của các quan điểm nêu trên đều cho rằng hiệu quả kinh doanh là sự so sánh giữa kết quả thu được và chi phí bỏ ra để đạt kết quả đó, đồng thời hiệu quả kinh doanh còn thể hiện trình độ và khả năng sử dụng các nguồn lực trong quá trình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, bảo toàn và phát triển vốn, sử dụng vốn có hiệu quả và bảo đảm mang lại thặng dư vốn cho nhà nước đầu tư tại doanh nghiệp.

Có thể thấy rằng để đánh giá hiệu quả hoạt động công ty đầu tư vốn nhà nước cần phải đánh giá một cách toàn diện bao hàm hiệu quả kinh doanh cả về mặt kinh tế, tài chính, xã hội, là thước đo tăng trưởng của chính bản thân SCIC và doanh nghiệp mục tiêu nhận đầu tư từ SCIC, phản ánh trình độ sử dụng các nguồn lực nhằm đạt được các mục tiêu mà SCIC đã định. Có thể hiểu hiệu quả hoạt động tài chính là thước đo trình độ quản lý và sử dụng các nguồn vốn của SCIC để tối đa hóa kết quả đạt được và tối thiểu hóa chi phí nhằm đạt được mục tiêu của doanh nghiệp.

Theo lý thuyết các bên liên quan và lý thuyết người đại diện, quá trình vận hành của công ty đầu tư vốn nhà nước có nhiều đối tượng liên quan. Công dân của một quốc gia là người đóng thuế và cũng là chủ của nguồn dự trữ ngoại hối của quốc gia. Vì thế, các công dân của một quốc gia cũng chính là chủ sở hữu của SWF và SWF cần hoạt động vì lợi ích chung của quốc gia, trong đó có công dân quốc gia đó. Ngoài ra, SWF cũng có nghĩa vụ bảo toàn nguồn vốn cho quốc gia. Tóm lại, SWF muốn tồn tại và phát triển, cần quan tâm tạo việc làm, nâng cao đời sống người lao động, thực hiện tốt nghĩa vụ với ngân sách nhà nước. Vì vậy, hiệu quả hoạt động kinh

doanh của SCIC phải được xem xét một cách toàn diện, phải đặt trong mối quan hệ với hiệu quả chung của toàn bộ nền kinh tế, đó là hiệu quả kinh tế, hiệu quả xã hội.

2.4. Các thước đo phản ánh hiệu quả hoạt động của công ty đầu tư vốn nhà nước

Hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp được sử dụng các thước đo như: các chỉ tiêu về tài chính, chỉ tiêu suất sinh lời của tiền vốn phải được đánh giá song song giữa lợi ích của kinh tế và lợi ích của xã hội, dĩ nhiên tỷ suất sinh lời tiền vốn không phải là tiêu chí duy nhất để đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Việc đánh giá hiệu quả còn cần quan tâm tới việc doanh nghiệp phân phối lợi nhuận cho người lao động, số lượng lao động được giải quyết, tỷ lệ đóng góp ngân sách cho nhà nước và lợi ích của xã hội.

2.4.1. Các thước đo hiệu quả về mặt tài chính

Đối với bản thân SWF: thể hiện vai trò của vai trò của SWF, SCIC trong chiến lược đầu tư vốn của nhà nước vào những lĩnh vực then chốt trong nền kinh tế, khắc phục tình trạng kém hiệu quả, góp phần làm tăng giá trị tài sản của doanh nghiệp, hình thành những tiềm lực sản xuất mới, tạo điều kiện mở rộng quy mô, tăng khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp trên thị trường.

Chỉ tiêu phản ánh hiệu quả đo lường hiệu quả hoạt động kinh doanh là tỷ suất sinh lời trên tài sản ROA và tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE đã được nhiều nhà nghiên cứu sử dụng (Demsetz & Lehn, 1985; Gorton & Rosen, 1995; Mehran, 1995; Kubo & Phan, 2019) và trong thực tiễn, các nhà quản lý doanh nghiệp thường sử dụng những chỉ tiêu tài chính này để đo lường và cải thiện hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, tuy nhiên hiệu quả hoạt động kinh doanh có thể bị tác động bởi mục tiêu của doanh nghiệp mà họ sẽ lựa chọn chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động phù hợp của doanh nghiệp. Ngoài ra, các chỉ tiêu tài chính khác được sử dụng đánh giá hiệu quả tài chính như chỉ số thị giá trên thư giá (Price-to-book ratio - PTB).

Tỷ lệ lợi nhuận trên tài sản (Return on asset – ROA): trong quá trình tiến hành hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp đều mong muốn có lãi, bằng cách so sánh lợi

nhuận với tài sản đầu tư sẽ thấy được khả năng tạo ra lợi nhuận từ tài sản, có thể xác định bằng công thức: Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản = lợi nhuận sau thuế / tổng tài sản bình quân. Chỉ tiêu này cho biết doanh nghiệp bỏ ra một đồng tài sản đầu tư thì thu được bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế, chỉ tiêu này càng cao, chứng tỏ hiệu quả sử dụng tài sản tốt, đó là nhân tố góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng vốn.

Tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (Return on equity – ROE): là chỉ tiêu phản ánh một đơn vị vốn đầu tư của chủ sở hữu đem lại bao nhiêu đơn vị lợi nhuận sau thuế. Chỉ số của chỉ tiêu này càng lớn, chứng tỏ hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp càng tốt, góp phần nâng cao khả năng đầu tư của chủ doanh nghiệp. Được xác định theo công thức: Tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu = lợi nhuận sau thuế / vốn chủ sở hữu bình quân. Trong đó, số vốn chủ sở hữu bình quân được xác định bằng trung bình giữa vốn chủ sở hữu cuối kỳ và đầu kỳ. Vốn chủ sở hữu bình quân = Số vốn chủ sở hữu hiện có đầu kỳ + Số vốn chủ sở hữu hiện có cuối kỳ.

Chỉ số thị giá trên thư giá (Price-to-book value - PTB): là chỉ tiêu phản ánh đánh giá của các nhà đầu tư trên thị trường cổ phiếu đối với giá trị của công ty. Chỉ số này càng cao thể hiện nhà đầu tư đánh giá cao về triển vọng của doanh nghiệp. Thị giá (Market capitalization) của công ty bằng tích của giá cổ phiếu nhân với lượng cổ phiếu hiện hành. Thư giá bằng giá trị sổ sách của tổng tài sản của công ty. Chỉ số này giúp cung cấp cái nhìn toàn diện hơn về hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, do ROA và ROE có thể bị ảnh hưởng bởi các kỹ thuật quản trị lợi nhuận (Dechow, 2002), trong khi PTB thể hiện đánh giá của nhà đầu tư bên ngoài trên nhiều khía cạnh liên quan đến công ty. Đã có nhiều nghiên cứu sử dụng đồng thời thước đo này để tránh việc ROA/ROE bị sai lệch do ảnh hưởng bởi các động cơ về quản trị lợi nhuận (Kubo và Phan, 2019).

Do SWF là công ty chuyên đầu tư vào các doanh nghiệp mục tiêu khác, nên thước đo hiệu quả đầu tư là thông qua đánh giá các thước đo về mặt tài chính của các doanh nghiệp nhận đầu tư của SWF. Nếu các SWF là các nhà đầu tư giỏi, hiệu quả hoạt động hay lợi nhuận của các doanh nghiệp nhận đầu tư của SWF sẽ tăng lên. Vì

thế, chuyên đề nhận thấy có thể kết hợp cả hai loại thước đo (sổ sách kế toán và thị trường) là thước đo phản ánh hiệu quả của các doanh nghiệp mục tiêu nhận đầu tư của các SWF như ROE, ROA và PTB.

2.4.2. Các thước đo hiệu quả về mặt phi tài chính

Vai trò xã hội của DNNN còn thể hiện qua việc giải quyết việc làm, nâng cao thu nhập, cải thiện đời sống của người lao động, tỷ lệ đóng góp thuế cho nhà nước; tích cực trong việc giải quyết các vấn đề xã hội; thực hiện tiến bộ, công bằng xã hội trong từng chính sách phát triển, DNNN đóng vai trò rất đặc biệt trong việc thực hiện những mục tiêu phát triển và cân bằng xã hội. Do chức năng tách bạch đầu tư và sở hữu nguồn vốn, các SWF được kỳ vọng có hiệu quả tài chính tốt hơn các cơ quan nhà nước thông thường. Vì thế, một loại thước đo thường thấy trong việc đánh giá hiệu quả hoạt động của công ty đầu tư vốn nhà nước là hiệu quả tài chính. Ngoài ra, theo phân tích ở trên, các SWF có thể phải thỏa mãn các đối tượng liên quan khác như công dân và chính phủ quốc gia tài trợ cho SWF, tùy thuộc vào yêu cầu của cơ quan quản lý cấp trên là nhà nước. Do đó, các thước đo phi tài chính khác phản ánh hiệu quả xã hội cũng cần thiết để có thể phản ánh hiệu quả toàn diện của các SWF.

Theo các lý thuyết các bên liên quan và lý thuyết người đại diện, công ty đầu tư vốn nhà nước không chỉ hoạt động như là công ty đầu tư chuyên nghiệp, mà còn là các công dân của quốc gia. Vì thế, hiệu quả hoạt động không chỉ gắn hiệu quả về mặt tài chính của các công ty nhận đầu tư, mà còn thể hiện qua hiệu quả phi tài chính của các công ty này. Đây là vấn đề mang tính chiến lược đầu tư vốn của quốc gia, đảm bảo cho doanh nghiệp phát triển ổn định và bền vững, vươn ra khỏi tầm của một công ty hoạt động vì lợi nhuận thông thường. Việc đánh giá hiệu quả phi tài chính (xã hội) của các SWF là cần thiết, và có thể được thực hiện qua các thước đo sau:

Đối với chủ sở hữu trực tiếp là nhà nước: một trong những nguồn thu lớn cho nhà nước là thuế, bao gồm hai loại thuế gián thu và trực thu. Với thuế trực thu, các doanh nghiệp mục tiêu có lợi nhuận và sẽ nộp thuế trên lợi nhuận đạt được. Nhằm xem xét hiệu quả của SWF đối với chủ sở hữu trực tiếp, tỷ lệ thuế nộp cho nhà nước

là một thước đo phù hợp. Hơn nữa, trong các nghiên cứu về tránh thuế (tax avoidance), thước đo này cũng thường được dùng để đại diện cho mức độ tránh thuế, do đó rất phù hợp để đánh giá hiệu quả về mặt phi tài chính liên quan đến nghĩa vụ thuế. Các doanh nghiệp góp mặt vào các quỹ chuyên về trách nhiệm xã hội, từ đó gia tăng danh tiếng (Sharfman, 1996; Brammer, 2006). Đóng góp thuế nhiều cũng có thể là một cách gián tiếp góp phần vào các hoạt động xã hội này. Ngoài ra, còn có trường phái cho rằng việc đóng thuế là trách nhiệm xã hội của công ty mà đại diện là Milton Friedman (1970). Theo đó, Friedman (1970) lập luận rằng trách nhiệm chính của công ty là đóng góp thuế cho nhà nước, trong khi trách nhiệm của chính phủ là dùng tiền thuế cho hiệu quả vì cộng đồng, xã hội. Từ những quan điểm trên, tác giả lựa chọn thuế nộp ngân sách nhà nước như một thước đo về hiệu quả xã hội của doanh nghiệp.

Đối với chủ sở hữu sau cùng là công dân, mức sở hữu của SWF có thể ảnh hưởng đến quyền lợi của công dân, mà cụ thể là người lao động: SWF có thể tác động đến chính sách giải quyết việc làm, mức thay đổi số lượng nhân viên toàn thời gian, nâng cao thu nhập, cải thiện đời sống của người lao động, tích cực trong việc giải quyết các vấn đề xã hội. Do đó các thước đo như tăng việc làm, hoặc giảm mức sa thải, lương trung bình tăng, các mức khen thưởng phúc lợi tăng cao thể hiện tốt việc SWF có hiệu quả tốt về mặt xã hội.

Đối với xã hội nói chung, hiệu quả hoạt động là động lực phát triển đối với toàn bộ nền kinh tế nói chung và là cơ sở quan trọng nhất để khẳng định tính đúng đắn của chủ trương thành lập mô hình công ty đầu tư vốn nhà nước. Thông qua hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, nhà nước có thể thay đổi và hoàn thiện các chính sách; tăng nguồn thu cho ngân sách, thực hiện chức năng quản lý kinh tế xã hội của mình, giữ vững trật tự xã hội, nâng cao mức sống, tăng cường phúc lợi xã hội, giải quyết việc làm cho người dân. Tuy nhiên, chỉ tiêu thể hiện phương diện này rất khó đánh giá qua các chỉ số hiệu quả ở các công ty mục tiêu.

Tóm lại, hệ thống chỉ tiêu đánh giá hiệu quả hoạt động của một doanh nghiệp rất đa dạng và phong phú (tổng hợp của Brammer (2006), Wood (2010), Van der Laan và cộng sự (2008), có thể đáp ứng được nhiều nhu cầu khác nhau nên khi đánh giá hiệu quả tùy từng điều kiện cụ thể, cho phép sử dụng những chỉ tiêu được sử dụng rộng rãi, và phù hợp với khả năng thu thập số liệu để có thể tiến hành nghiên cứu thực nghiệm. Tuy nhiên, do giới hạn về khả năng thu thập số liệu, tác giả đã lựa chọn các biến thể hiện hiệu quả đầu tư của SWF thông qua đánh giá hiệu quả tài chính và phi tài chính ở các doanh nghiệp mục tiêu của SWF như sau:

Bảng 2.2: Các tiêu chí đánh giá hiệu quả đầu tư của công ty đầu tư vốn nhà nước

Nhóm chỉ tiêu tài chính	
Tiêu chí	Mục đích đánh giá
Nhóm chỉ tiêu tài chính	
Tỷ lệ lợi nhuận trên tài sản (ROA)	Chỉ tiêu này cho biết doanh nghiệp bỏ ra một đồng tài sản đầu tư thì thu được bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế, chỉ tiêu này càng cao, chứng tỏ hiệu quả sử dụng tài sản tốt, đó là nhân tố góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng vốn.
Tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE)	Chỉ tiêu phản ánh một đơn vị vốn đầu tư của chủ sở hữu đem lại bao nhiêu đơn vị lợi nhuận sau thuế. Chỉ số của chỉ tiêu này càng lớn, chứng tỏ hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp càng tốt.
Tỷ lệ thị giá trên thư giá (PTB)	Chỉ tiêu phản ánh đánh giá của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán đối với giá trị của công ty mục tiêu. Chỉ số này càng lớn, chứng tỏ hiệu quả của công ty mục tiêu càng cao.
Nhóm chỉ tiêu phi tài chính	

Tiêu chí	Mục đích đánh giá
Tỷ lệ thuế nộp cho nhà nước (EFFTAX)	Hiệu quả thể hiện qua tỷ lệ thuế nộp cho nhà nước, đây là nguồn tài chính hết sức to lớn cho ngân sách nhà nước.
Thu nhập cho người lao động (LNWAGE)	Tăng thu nhập cho người lao động, giúp việc tái sản xuất sức lao động được tốt hơn, năng suất lao động tăng lên, từ đó nâng cao đời sống vật chất và tinh thần của người lao động.
Mức thay đổi lao động trong năm (D_EMP)	Thể hiện qua việc giải quyết việc làm, mức thay đổi số lượng nhân viên toàn thời gian.

Nguồn: Tổng hợp và chọn lọc của tác giả.

2.5. Các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của công ty đầu tư vốn nhà nước

Các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF theo nghiên cứu của Kotter và Lel (2011), Bernstein và cộng sự (2013), Gangi và cộng sự (2018) và (Van der Laan và cộng sự, 2008; Brammer, 2006). Để nâng cao hiệu quả sử dụng vốn nhà nước nói chung, cũng như hiệu quả hoạt động của công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước nói riêng, ngoài việc xác định được chiến lược đầu tư hay mức sở hữu với các doanh nghiệp mục tiêu, thì cần phải nắm bắt được các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh, hiệu quả sử dụng vốn về cả xu hướng và mức độ tác động của nó. Mức sở hữu của các SWF có thể phản ánh chiến lược đầu tư chủ động hay thụ động đến các doanh nghiệp mục tiêu, phụ thuộc vào các yếu tố sau:

Quy mô của doanh nghiệp mục tiêu: theo lý thuyết quản trị tài chính, để giảm rủi ro các SWF tập trung vào các doanh nghiệp mục tiêu có quy mô lớn để giảm rủi

ro; quy mô doanh nghiệp là yếu tố quyết định quan trọng đối với quyền sở hữu của các SWF.

Hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu: theo lý thuyết phục vụ các SWF được kỳ vọng sẽ cải thiện các doanh nghiệp mục tiêu. Tuy nhiên, theo 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. Các nghiên cứu thực nghiệm trước cũng cho thấy các kết quả trái chiều về tác động của SWF đến hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu.

Đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp mục tiêu: các SWF có xu hướng đầu tư vào các doanh nghiệp mục tiêu có đòn bẩy tài chính cao, vì các SWF có khả năng cung cấp vốn tốt và cải thiện tình hình hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu.

Biên cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp mục tiêu: Theo lý thuyết quản trị tài chính, khi nhà đầu tư có ít cơ hội đa dạng hóa thì nên chọn danh mục gồm các tài sản rủi ro thấp.

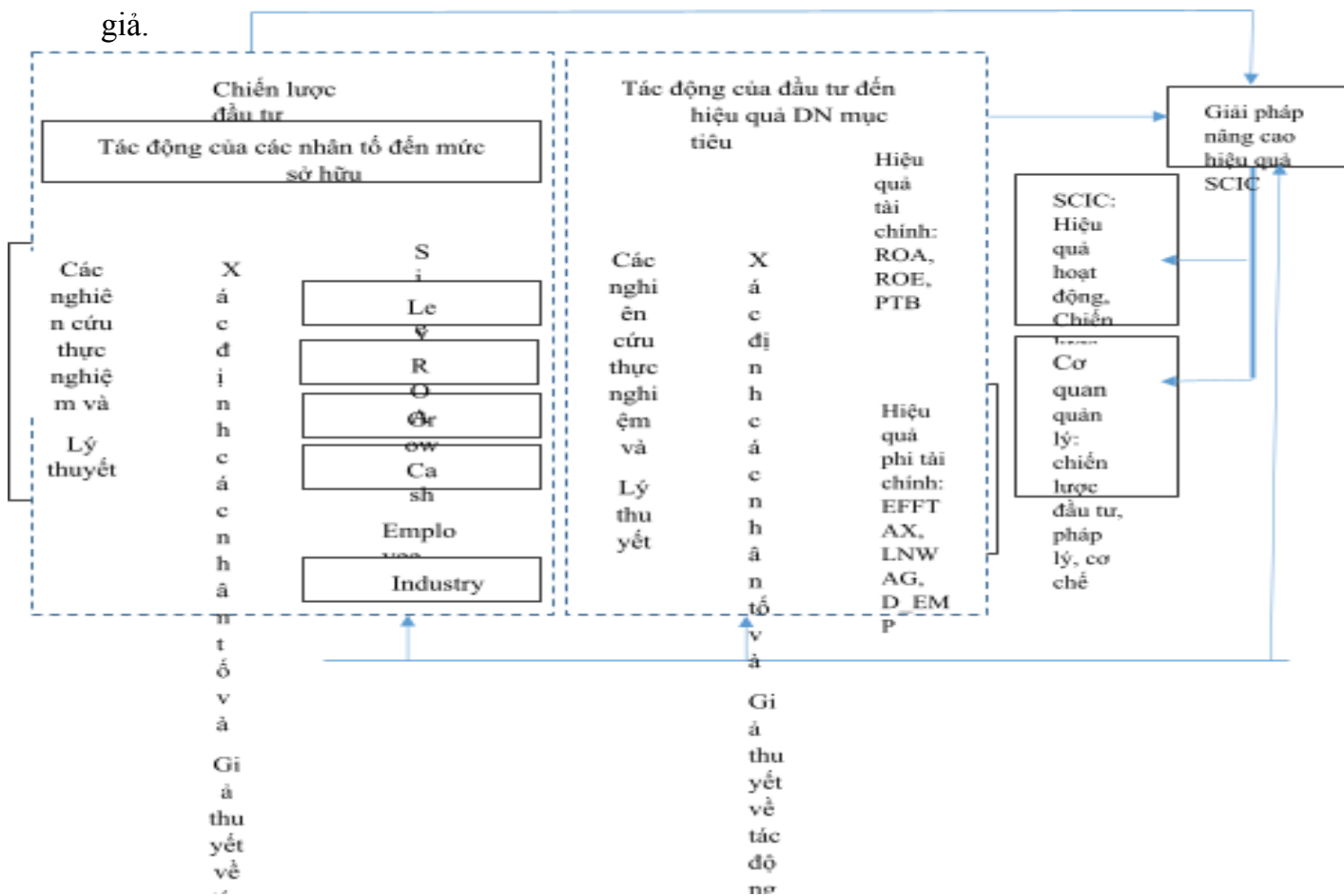
Biên tiền mặt của doanh nghiệp mục tiêu: Một lượng tiền mặt lớn trong tay các nhà quản lý có thể gây ra vấn đề đầu tư quá mức, điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu suất của công ty.

Biên số lao động của doanh nghiệp mục tiêu: lý thuyết các bên liên quan, doanh nghiệp mục tiêu nếu có khả năng giải quyết công ăn việc làm nhiều hơn có thể dành được ưu tiên đầu tư của các SWF.

2.6. Khung phân tích của Luận án

Trên cơ sở tổng hợp các nghiên cứu trước gồm lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm, luận án đề xuất khung phân tích theo hình 2.3, theo đó, hai mối liên hệ lần lượt được phân tích gồm: Một là các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF, trong đó có SCIC, hay còn thể hiện chiến lược lựa chọn doanh nghiệp mục tiêu để đầu tư; Hai là tác động của mức sở hữu của SWF, trong đó có SCIC, đến hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu, trong đó có xét đến cả hai thước đo là hiệu quả tài chính và phi tài chính (xã hội).

Khung phân tích sử dụng lý thuyết về các đối tượng liên quan (Stakeholder theory) của Van der Laan và cộng sự (2008) và Brammer (2006) cũng cho thấy người lao động là một đối tượng cần được quan tâm, khi xét về hiệu quả xã hội. Bản thân người lao động cũng có thể rời bỏ công ty nếu không được thỏa mãn các yêu cầu về công việc. Hơn nữa, nếu công ty có hiệu quả xã hội tốt, đó cũng sẽ là lợi thế dùng để thu hút và có được sự đồng tình của các đối tượng liên quan mới, trong đó có người lao động mới (Van der Laan và cộng sự, 2008; Greening và Turban, 2002). Hơn nữa, Mitnick (2000) cho rằng cần quan tâm đến sự hài lòng của người lao động, như là một trong những thành phần để tính toán chỉ số hiệu quả xã hội của doanh nghiệp. Bảng 2.3 Khung phân tích của Luận án. Nguồn: Tổng hợp của tác giả.



Phân tích hồi quy	Thống kê mô tả	So sánh với các SWF khác	Phỏng vấn
-------------------	----------------	--------------------------	-----------

Để phân tích hai mối liên hệ trên, luận án sử dụng phương pháp định tính và định lượng, từ việc tổng hợp các nghiên cứu về lý thuyết và thực nghiệm, sử dụng khảo sát, phỏng vấn đến hồi quy định lượng, từ đó xác định các nhân tố cũng như chiều tác động đến mức sở hữu của SWF của các nhân tố này, và xây dựng giả thuyết về tác động của mức sở hữu của SWF đến hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu. Việc phân tích các đặc điểm của doanh nghiệp mục tiêu và so sánh với các SWF cũng thể hiện quan điểm và chiến lược đầu tư của SCIC, và đánh giá được liệu SCIC có hiệu quả đầu tư hợp lý không. Tiếp theo, nếu SCIC chủ yếu quan tâm đến hiệu quả tài chính hoặc có sự đánh đổi hợp lý giữa hiệu quả tài chính và phi tài chính thì điều này thể hiện quan điểm tách bạch giữa mục tiêu quản lý nhà nước và quản lý vốn và hiệu quả vẫn tốt. Từ những kết quả nghiên cứu của luận án cũng như tổng hợp các nghiên cứu trước, các hàm ý nhằm nâng cao hiệu quả đầu tư, hiệu quả hoạt động của SCIC được đề xuất.

Tóm tắt chương 2

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; 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.

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. 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.

CHƯƠNG 3:

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ NGUỒN DỮ LIỆU

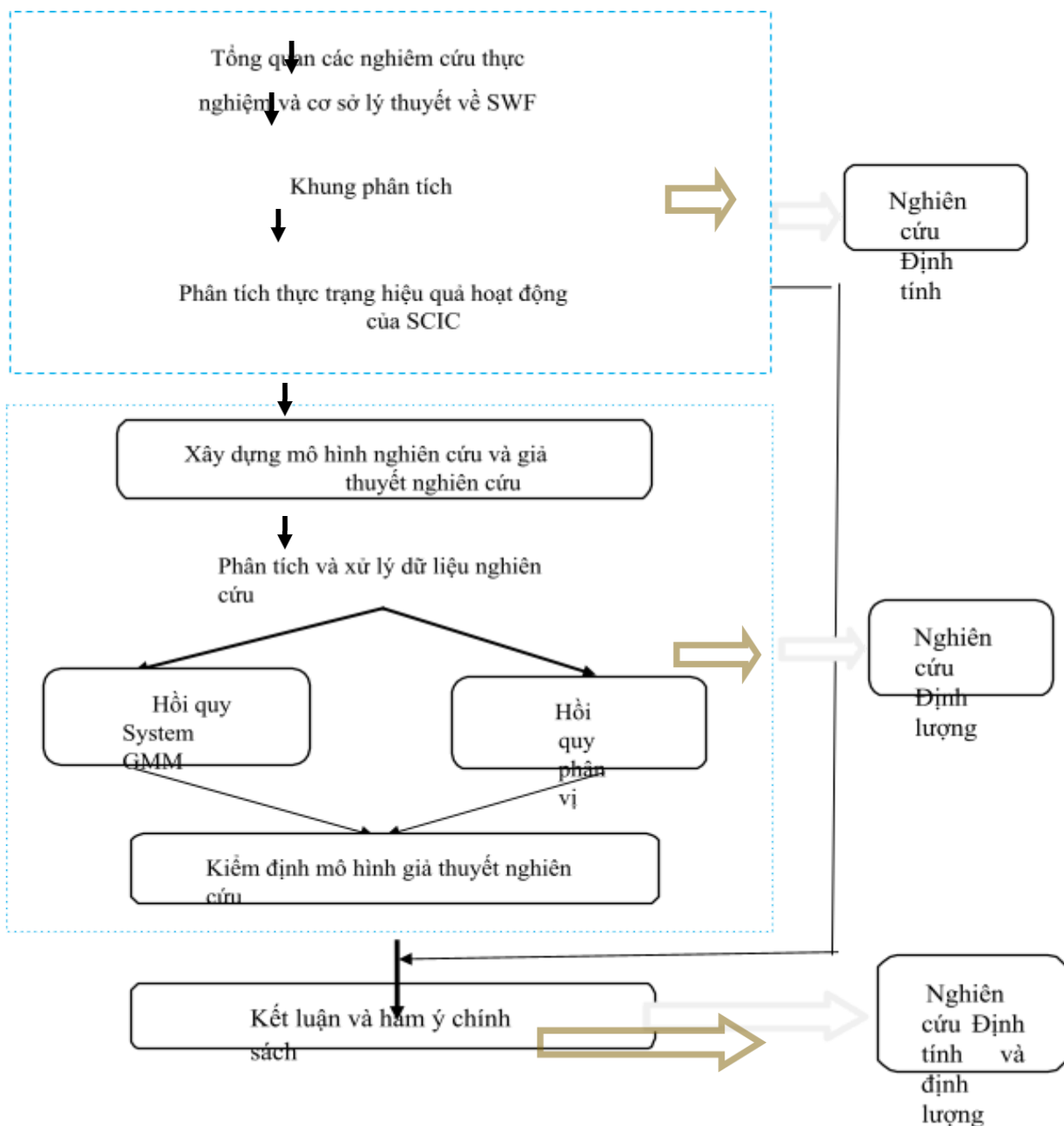
3.1. Quy trình nghiên cứu

Quy trình nghiên cứu được thực hiện qua các bước sau: đầu tiên tác giả sử dụng phương pháp định tính tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm về SWF, SCIC và cơ sở lý thuyết về công ty đầu tư vốn nhà nước, cũng như đề xuất khung phân tích; trên cơ sở khung phân tích này tác giả nghiên cứu về tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu (quy mô của doanh nghiệp, hiệu quả của doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp, tiền mặt của doanh nghiệp, số lao động của doanh nghiệp); tác động của đầu tư của SWF đến hiệu quả của các doanh nghiệp mục tiêu (hiệu quả tài chính, phi tài chính).

Từ những phân tích trên tác giả đưa ra những nhận định ban đầu về hiệu quả hoạt động của SCIC. Các bước tiếp theo sử dụng phương pháp định lượng để tiếp cận và xây dựng mô hình nghiên cứu, giả thuyết nghiên cứu, xử lý dữ liệu và kiểm định mô hình: mô hình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF và giả thuyết về các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF; mô hình nghiên cứu tác động của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu và giả thuyết về tác động của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu.

Tiếp theo tác giả sử dụng kết hợp phương pháp định tính và định lượng trong phân tích và đánh giá thực trạng hiệu quả hoạt động của SCIC. Trên cơ sở kết quả từ nghiên cứu và những nhận định rút ra, đề xuất những giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC.

Bảng 3.1 Quy trình nghiên cứu



Nguồn: Tổng hợp của tác giả

3.2. Phương pháp luận

3.2.1. Phép biện chứng duy vật

Tác giả sử dụng phương pháp luận này để làm rõ hiệu quả hoạt động của SCIC; đồng thời nghiên cứu mối quan hệ tác động qua lại của các nhân tố tác động đến mức sở hữu của SCIC với doanh nghiệp mục tiêu và tác động ngược lại của các doanh nghiệp mục tiêu với chính bản thân của SCIC khi quyết định đầu tư, từ đó làm cơ sở cho việc đề xuất những chính sách và giải pháp khả thi nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC. Theo quan điểm duy vật biện chứng, mọi sự vật, hiện tượng đều chứa đựng những mâu thuẫn vì mâu thuẫn có tính khách quan, tính phổ biến và là nguồn gốc, động lực của sự vận động, phát triển. Tác giả vận dụng pháp luận để phân tích mối liên hệ giữa các nhân tố tác động sở hữu của SCIC với doanh nghiệp mục tiêu.

Vận dụng phép duy vật biện chứng trong nghiên cứu đề tài là tập trung xác định các nhân tố tác động đến mức sở hữu của SWF, SCIC tại các doanh nghiệp mục tiêu; các tác động của SWF, SCIC đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu. Các tiêu chí đánh giá hiệu quả hoạt động tài chính và hiệu quả phi tài chính (hiệu quả xã hội), giải quyết tốt các vấn đề xã hội như giải quyết việc làm, tăng thu nhập cho người lao động, gắn với phát triển doanh nghiệp, trách nhiệm của SCIC; thể hiện vai trò của SCIC với các doanh nghiệp tiêu, vai trò của SCIC trong điều tiết vốn nhà nước, đầu tư vào những lĩnh vực then chốt của nhà nước.

3.2.2. Phương pháp trừu tượng hóa khoa học

Đây là phương pháp được áp dụng tương đối phổ biến trong nghiên cứu của khoa học kinh tế; do không thể khảo sát các hiện tượng, quá trình kinh tế trong phòng thí nghiệm như các môn khoa học tự nhiên, nên phương pháp trừu tượng hóa khoa học là phương pháp quan trọng trong nghiên cứu kinh tế. Trừu tượng hóa khoa học là cách thức thực hiện nghiên cứu bằng cách gạt bỏ những yếu tố ngẫu nhiên, những hiện tượng tạm thời xảy ra trong quá trình nghiên cứu để tách ra được những hiện tượng bền vững, mang tính điển hình, bản chất cơ bản lâu dài, xây dựng được các phạm trù và phát hiện được tính quy luật chi phối sự vận động của đối tượng nghiên cứu.

cứu. Khi thực hiện phương pháp này người ta thường nêu ra các giả định, giả thuyết. Trong đề tài này tác giả đưa ra các giả thuyết nghiên cứu gồm: Giả thuyết về các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF và giả thuyết về tác động của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu.

Phương pháp trừu tượng hóa khoa học có một vai trò quan trọng trong quá trình nghiên cứu luận án thuộc chuyên ngành kinh tế chính trị. Trong quá trình nghiên cứu luận án, tác giả không đi vào nghiên cứu, phân tích tất cả các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF, mà chỉ tập trung vào những nhân tố cơ bản nhất tác động trực tiếp đến mức sở hữu của SWF, bao gồm: quy mô của doanh nghiệp, hiệu quả của doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp, cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp, tiền mặt của doanh nghiệp, số lao động của doanh nghiệp.

Khi phân tích, đánh giá thực trạng quản lý, đầu tư vốn nhà nước qua những giai đoạn khác nhau, tác giả đã áp dụng phương pháp trừu tượng hóa khoa học để có thể đánh giá đúng bản chất thực trạng mô hình đầu tư vốn nhà nước, từ đó, xây dựng luận cứ đề xuất giải pháp phát triển cho giai đoạn tiếp theo. Mô hình quản lý vốn nhà nước ở Việt Nam trước khi SCIC ra đời, chính phủ đã thử nghiệm một mô hình Tổng cục quản lý vốn và tài sản giai đoạn 1995 - 1999. Tổng cục quản lý vốn và tài sản nhà nước từng nhận ủy nhiệm của Bộ Tài chính tiếp nhận nhiệm vụ quản lý vốn và tài sản thuộc sở hữu nhà nước tại doanh nghiệp do các bộ, cơ quan ngang bộ, cơ quan thuộc chính phủ chuyển giao. Sau khi tổng cục này giải thể, phần vốn nhà nước tiếp tục do các bộ chủ quản, nhưng có Cục tài chính doanh nghiệp đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại một số doanh nghiệp. Đến khi SCIC ra đời thì một phần vốn nhà nước được chuyển cho SCIC đại diện. SCIC ra đời trong bối cảnh chính phủ Việt Nam đẩy mạnh tái cấu trúc, số lượng các công ty cổ phần tăng mạnh, tạo cơ sở cho SCIC hoạt động.

3.3. Phương pháp nghiên cứu cụ thể

Để xử lý các mục tiêu của đề tài này, luận án sẽ sử dụng cả 2 phương pháp là phân tích định tính và định lượng.

3.3.1. Phương pháp nghiên cứu định tính

Với phân tích định tính, luận án sẽ sử dụng các phương pháp: phân tích, tổng hợp, so sánh từ các nghiên cứu trước cũng như các tài liệu, báo cáo chính thức từ SWF, SCIC để xác định mục tiêu, cách thức hoạt động, hệ thống tổ chức, mô hình và cách thức đầu tư của SWF, SCIC; xác định các yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến mức sở hữu. Ngoài ra, tác giả còn trình tiến hành thu thập số liệu trong các hệ thống báo cáo tài chính, báo cáo của các doanh nghiệp mục tiêu thuộc SCIC và các báo cáo của SCIC để tiến hành nghiên cứu thực nghiệm về hiệu quả hoạt động của SCIC. Tác giả thực hiện phỏng vấn sâu nhằm kiểm tra, đánh giá sơ bộ sự phù hợp của các yếu tố có thể tác động đến mức sở hữu của SCIC đến các doanh nghiệp mục tiêu.

Mục tiêu chính của nghiên cứu định tính trong phần này là tìm hiểu các nhân tố tác động đến mức sở hữu của bản thân SCIC và tại các doanh nghiệp mục tiêu của SCIC, các phương pháp cụ thể như sau:

3.3.1.1. Phương pháp thống kê mô tả

Quá trình nghiên cứu đề tài, tác giả đã thu thập các tài liệu, công trình nghiên cứu trong và ngoài nước có liên quan đến quản lý và kinh doanh vốn nhà nước, để kế thừa những giá trị khoa học trong các công trình nghiên cứu liên quan, đồng thời xác định những khoảng trống trong nghiên cứu, làm cơ sở cho việc nghiên cứu đề tài. Tác giả đã lựa chọn những tài liệu phù hợp với chủ đề nghiên cứu là các quỹ đầu tư quốc gia, từ đó nâng cao độ tin cậy và chính xác của các thông tin trong luận án.

Phương pháp thống kê là phương pháp dùng để thu thập số liệu, tổng hợp và phân tích số liệu của các SWF, SCIC nhằm tìm hiểu bản chất và tính quy luật vốn có của chúng trong điều kiện không gian và thời gian cụ thể.

Phương pháp thống kê, mô tả còn được sử dụng để phân tích, đánh giá các chỉ tiêu liên quan đến tài chính và phi tài chính.

3.3.1.2. Phương pháp so sánh đối chiếu

Phương pháp so sánh đối chiếu: sử dụng nhiều tài liệu để nghiên cứu phân lý thuyết quản lý vốn, đầu tư vốn nhà nước, các báo cáo tài chính, các bài học kinh nghiệm của các SWF trên thế giới là cơ sở cho các kiến nghị và giải pháp của đề tài và vận dụng những bài học kinh nghiệm phù hợp nhất ở Việt Nam.

3.3.1.3. Phương pháp phân tích, tổng hợp

Phân tích và tổng hợp là hai phương pháp nhận thức khác nhau nhưng lại thống nhất biện chứng với nhau, theo Ph. Ăngghen tư duy bao hàm ở chỗ đem những đối tượng của nhận thức ra phân thành các yếu tố cũng như đem những yếu tố có quan hệ với nhau hợp thành một thể thống nhất nào đó, không có phân tích thì không có tổng hợp. Thông qua phương pháp phân tích, tổng hợp, tác giả đã hệ thống hóa các khái niệm, tiêu thức và các thông tin liên quan đến SWF, SCIC. Phương pháp này chú trọng phân tích, đánh giá với dẫn chứng, chứng minh bằng số liệu cụ thể, kết hợp giữa lý luận và thực tiễn. Phương pháp nghiên cứu phân tích - tổng hợp, kết hợp với mô hình nghiên cứu có vai trò quan trọng trong quá trình nghiên cứu. Trong quá trình phân tích, luận án tác giả chú trọng phân tích, đánh giá với dẫn chứng cụ thể, chứng minh bằng số liệu cụ thể, kết hợp giữa định tính và định lượng để phân tích thực trạng và đề xuất những giải pháp khả thi và có hiệu quả nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC.

Phân tích, tổng hợp tài liệu về hoạt động kinh doanh vốn nhà nước giúp tác giả khái quát những nội dung cơ bản, xác định mục tiêu, cách thức hoạt động, hệ thống tổ chức, mô hình và cách thức đầu tư của SWF, SCIC; nhận biết khoảng trống trong những nghiên cứu trước, những lĩnh vực nào cần phải nghiên cứu hoặc chứng minh thêm, từ đó xác định được hướng nghiên cứu của đề tài, cụ thể là phân tích những nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến mức đầu tư của các SWF trên thế giới, của SCIC làm cơ sở để đề xuất các giải pháp nâng cao hiệu quả đầu tư.

Phương pháp này phân tích tác động của mức sở hữu của SWF đến hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu. Nhằm đánh giá được một cách toàn diện, tác giả sử dụng

phương pháp phân tích tổng hợp các nghiên cứu về lý thuyết trước đây, nhằm đánh giá xu hướng ảnh hưởng của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp trong các nghiên cứu khác. Điều này nhằm tạo cơ sở cho các so sánh, đối chiếu với kết quả định lượng trong chuyên đề này.

3.3.1.4. Phương pháp phỏng vấn chuyên gia

Phương pháp phỏng vấn sâu chuyên gia: phương pháp này tác giả được thực hiện trên mẫu 3 nhóm đối tượng với số lượng 19 người. Cụ thể, chuyên gia trong ngành tài chính, vốn nhà nước (4), ban lãnh đạo của SCIC (5), các doanh nghiệp mục tiêu nhận đầu tư từ SCIC (10). Mỗi đối tượng phỏng vấn sẽ có một bảng câu hỏi riêng, phù hợp về nội dung và hình thức phỏng vấn. Thời gian thực hiện từ tháng 9, 10 năm 2020. Đây là mẫu phù hợp cho việc tìm hiểu về các hoạt động và ảnh hưởng của các hoạt động của SCIC, do đó đảm bảo tính tin cậy của kết quả thu thập từ luận án.

Hình thức phỏng vấn đa dạng, linh hoạt, quá trình thực hiện phỏng vấn, có nhóm phỏng vấn rất thận trọng trong việc phát ngôn cũng như cung cấp thông tin do quy chế của cơ quan. Do đó, nội dung của những cuộc phỏng vấn này được ghi chép, lưu trữ, ghi âm đầy đủ, trong đó có các chuyên gia được gặp nhiều lần trao đổi trực tiếp, hoặc hẹn trả lời qua điện thoại, đa số kết quả trả lời qua mail.

Câu hỏi phỏng vấn là câu hỏi mở và được gửi trước ít nhất 2 tuần nhiều nhất là 4 tuần để người được phỏng vấn chuẩn bị trước, dựa vào kết quả trả lời của từng người tác giả tiếp tục đưa ra những câu hỏi tiếp theo nhằm khai thác rõ những yếu tố ảnh hưởng đến mức sở hữu, hiệu quả hoạt động cũng như xu hướng phát triển của SCIC. Tác giả tổng hợp lại các cuộc phỏng vấn và so sánh với nhau để tìm ra điểm giống nhau, khác nhau đưa ra kết luận. Ngoài ra có một số cuộc phỏng vấn được sử dụng trong quá trình thu thập dữ liệu để khám phá và trích xuất thông tin sâu hơn.

Ngoài phỏng vấn tìm về SCIC, trong nhóm chuyên gia ngành tài chính, vốn nhà nước tác giả còn hỏi thêm về Công ty Đầu tư Tài chính Nhà nước thành phố Hồ Chí Minh HFIC để có cái nhìn toàn diện hơn mô hình cấp địa phương và trung ương.

3.3.2. Phương pháp nghiên cứu định lượng

3.3.2.1. Phương pháp hồi quy System GMM

Với mục tiêu phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF quốc tế và SCIC tại Việt Nam ở các doanh nghiệp mục tiêu, từ đó đưa ra những hàm ý liên quan nhằm cải thiện hiệu quả đầu tư của SCIC, tác giả sử dụng chủ yếu phương pháp định lượng với dữ liệu thu thập dữ liệu từ Thomson Reuters liên quan đến dữ liệu tài chính và sở hữu của các doanh nghiệp mục tiêu (là các doanh nghiệp nhận đầu tư của SWF), xây dựng thành dữ liệu bảng và áp dụng hồi quy đa biến để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của các SWF ở các doanh nghiệp mục tiêu. Đây là bộ dữ liệu có độ uy tín cao, được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu học thuật.

Phương pháp định lượng ở đây là hồi quy System GMM. Do dữ liệu nghiên cứu là dữ liệu bảng trong đó một công ty được quan sát qua nhiều năm, việc sử dụng hồi quy bình phương bé nhất không khai thác được thêm thông tin có được từ dữ liệu bảng. Các phương pháp khác như sử dụng mô hình ảnh hưởng cố định hoặc ảnh hưởng ngẫu nhiên giúp khai thác thêm được thông tin này, nhưng không xử lý được trường hợp bị nội sinh, nghĩa là khi các biến giải thích và biến phụ thuộc có quan hệ qua lại (Roodman, 2009). Hồi quy System GMM giúp xử lý các trường hợp nội sinh này, cũng như tạo điều kiện kiểm soát thêm yếu tố động của sở hữu của SWF (Roodman, 2009). Ngoài phương pháp hồi quy đa biến System GMM, tác giả bổ sung phân tích tương quan và thống kê mô tả của các biến trong mô hình để hiểu hơn về mối quan hệ của các nhân tố đến mức sở hữu của SWF.

Về mặt phương pháp ước lượng, tác giả lựa chọn mô hình động, trong đó biến phụ thuộc trễ một kỳ là một biến giải thích biến phụ thuộc trong kỳ hiện tại. Điều này là do mức sở hữu của các SWF có thể phản ánh chiến lược đầu tư thụ động (passive investment strategy) của các đối tượng này, vì thế có thể sẽ ít thay đổi qua nhiều năm, hay nói cách khác mức sở hữu của SWF trong kỳ trước giúp dự đoán tốt mức sở hữu của SWF trong kỳ hiện tại. Tuy nhiên, sử dụng mô hình này dẫn đến hiện tượng nội sinh do có tương quan cao giữa biến phụ thuộc trong kỳ trước và kỳ sau, kỹ thuật hồi

quy moment tổng quát giúp xử lý hiện tượng này rất hiệu quả (Roodman, 2009). Đây cũng là phương pháp tiếp cận được sử dụng trong rất nhiều nghiên cứu trước nếu sử dụng mô hình động.

Hơn nữa, việc sở hữu của SWF có thể tác động ngược trở lại đối với các đặc điểm của doanh nghiệp mục tiêu, như số người lao động hoặc hiệu quả doanh nghiệp, dẫn đến hiện tượng nội sinh khác. System GMM cũng có khả năng xử lý hiện tượng nội sinh do mối quan hệ hai chiều giữa biến phụ thuộc và biến giải thích trong mô hình thông qua việc sử dụng các giá trị trễ của biến giải thích để làm biến công cụ (Roodman, 2009). 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 Hansen (Roodman, 2009). 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.

Ngoài ra, phương pháp hồi quy System GMM cũng giúp xử lý được các khuyết tật của mô hình như phương sai thay đổi và tự tương quan, do đó cung cấp các kết quả định lượng mang tính vững và phù hợp cho việc phân tích.

3.3.2.2. Phương pháp hồi quy phân vị

Với mục tiêu nghiên cứu phân tích tác động của SWF đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp mục tiêu, nhằm đánh giá được một cách toàn diện, tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu phân tích tổng hợp các nghiên cứu về lý thuyết trước đây, nhằm đánh giá xu hướng ảnh hưởng của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp trong các nghiên cứu khác. Điều này nhằm tạo cơ sở cho các so sánh, đối chiếu với kết quả định lượng tác giả sử dụng phương pháp sau:

Phương pháp phân tích định lượng, cụ thể là thu thập dữ liệu bảng gồm tình hình tài chính, mức sở hữu của SWF ở các công ty mục tiêu trong giai đoạn 2008-

2018. Sau đó, tác giả sử dụng hồi quy phân vị, là phương pháp trong đó tác động của các nhân tố (trong đó có mức sở hữu của SWF) đến hiệu quả của công ty mục tiêu được xác định ở từng mức cao và thấp của biến phụ thuộc (Koenker và Bassett, 1978; Koenker, 2005). Đây sẽ là đóng góp mới, giúp đánh giá tác động đến hiệu quả công ty mục tiêu ở các mức độ khác nhau của hiệu quả công ty mục tiêu, thay vì chỉ xét ở mức độ trung bình như ở các nghiên cứu khác.

Phương pháp hồi quy phân vị có lợi thế so với hồi quy bình phương bé nhất (OLS) nhờ khả năng xử lý các giá trị bất thường (quá cao hoặc quá thấp) của biến phụ thuộc. Trong khi đó, hồi quy OLS chỉ giúp ước lượng tác động trung bình của các biến giải thích đến biến phụ thuộc, do đó tương đối hạn chế. Phân vị thấp của biến phụ thuộc trong mô hình tương ứng với công ty mục tiêu có hiệu quả tài chính (hoặc phi tài chính) là thấp, và phân vị cao nghĩa là công ty mục tiêu có hiệu quả tài chính (phi tài chính) là cao.

Nói cách khác, hồi quy phân vị cho phép ước lượng tác động của biến giải thích đến hiệu quả doanh nghiệp, ở các mức cao và thấp của hiệu quả doanh nghiệp. So với phương án sử dụng các phương pháp hồi quy khác cho từng đoạn giá trị của biến phụ thuộc, hồi quy phân vị cho phép khai thác được toàn bộ dữ liệu, và cũng giúp xử lý được các trường hợp giá trị bất thường của biến phụ thuộc, nhờ đó đạt hiệu quả cao hơn nhiều. Tác giả vận dụng sai số chuẩn vững trong trường hợp có tự tương quan trong chuỗi cùng doanh nghiệp để kết quả đạt được tin cậy hơn. Các phân vị được sử dụng trong chuyên đề là 10, 25, 50, 75, 90, vì đây là các phân vị phổ biến được sử dụng trong nghiên cứu (như Fattouh và cộng sự (2003), Aviral và Raveesh (2015)).

3.4. Mô hình nghiên cứu

3.4.1. Mô hình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF

Kế thừa nghiên cứu của Kotter và Lel (2011), Bernstein và cộng sự (2013), Gangi và cộng sự (2018) và chỉnh sửa, bổ sung biến *Emp_asset*, mô hình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF có dạng như sau:

$$swf_{it} = \beta_0 + \beta_1 swf_{it-1} + \beta_2 size_{it} + \beta_3 lev_{it} + \beta_4 roa_{it} + \beta_5 grow_{it} + \beta_6 cash_asset_{it} + \beta_7 emp_asset_{it} + industrydum_i + countrydum_i + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, swf là mức sở hữu của SWF ở doanh nghiệp mục tiêu i trong năm t . size là biến đại diện cho quy mô doanh nghiệp mục tiêu, đo bằng log tự nhiên của tổng tài sản của doanh nghiệp mục tiêu (Kotter và Lel, 2011; Fernandes, 2014). Lev là biến đại diện cho đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp mục tiêu, đo bằng tỷ lệ của tổng nợ trên tổng tài sản. ROA là biến đại diện cho hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu, đo bằng tỷ lệ của lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản (Fernandes, 2014). Grow là biến đại diện cho cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp mục tiêu, đo bằng tỷ lệ thị giá trên thư giá (Kotter và Lel, 2011). Cash_asset là biến đại diện cho tiền mặt của doanh nghiệp mục tiêu, đo bằng tỷ lệ của tiền mặt và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản (Kotter và Lel, 2011). Emp_asset là biến đại diện cho số lao động của doanh nghiệp mục tiêu, được chuẩn hóa bằng cách chia số lao động cho tổng tài sản của doanh nghiệp mục tiêu. Tác giả bổ sung biến Emp_asset nhằm đánh giá liệu SWF có phải quan tâm đến hiệu quả xã hội thông qua duy trì tỷ lệ lao động cao hay không, vì lao động là đối tượng liên quan mà doanh nghiệp phải chú trọng (Van der Laan và cộng sự, 2008; Brammer, 2006). Tác giả còn kiểm soát cho đặc điểm của ngành và quốc gia của doanh nghiệp mục tiêu, vốn có thể ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF.

3.4.2. Mô hình nghiên cứu tác động của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu

Kế thừa nghiên cứu của Fernandez (2014), Gangi và cộng sự (2018) mô hình nghiên cứu tác động của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu có dạng như sau:

$$Perf_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 swf_{it} + \beta_2 size_{it} + \beta_3 lev_{it} + \beta_4 grow_{it} + \beta_5 cash_asset_{it} + industrydum_i + countrydum_i + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, Perf là biến đại diện cho hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu, được đo bằng 3 chỉ số về hiệu quả tài chính (ROA, ROE, PTB) và 3 chỉ số về hiệu quả phi tài chính (Efftax – Tỷ lệ thuế trên thu nhập trước thuế; Lnwage – Mức lương trung bình của lao động, lấy logarit tự nhiên; D_emp – Thay đổi trong tổng số lao động từ

năm $t-1$ sang năm t). (Các lập luận cho việc sử dụng các biến này được nêu ở mục 2.4.2). Kỳ nghiên cứu của Perf là $t+1$ nhằm giảm khả năng nội sinh do mối quan hệ hai chiều (nếu có) của biến giải thích và biến phụ thuộc.

Swf là mức sở hữu của SWF ở doanh nghiệp mục tiêu i trong năm t (% trên tổng cổ phiếu). size là biến đại diện cho quy mô doanh nghiệp mục tiêu, đo bằng log tự nhiên của tổng tài sản của doanh nghiệp mục tiêu (Kotter và Lel, 2011; Fernandes, 2014). Lev là biến đại diện cho đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp mục tiêu, đo bằng tỷ lệ của tổng nợ trên tổng tài sản. ROA là biến đại diện cho hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu, đo bằng tỷ lệ của lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản (Fernandes, 2014). Grow là biến đại diện cho cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp mục tiêu, đo bằng tỷ lệ của thay đổi của tổng doanh thu năm t và $t-1$ trên doanh thu năm $t-1$. Cash_asset là biến đại diện cho tiền mặt của doanh nghiệp mục tiêu, đo bằng tỷ lệ của tiền mặt và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản (Kotter và Lel, 2011). Tác giả còn kiểm soát cho đặc điểm của ngành và quốc gia của doanh nghiệp mục tiêu, vốn có thể ảnh hưởng đến hiệu quả của doanh nghiệp.

3.5. Các giả thuyết nghiên cứu

3.5.1. Giả thuyết về các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF

Kế thừa các nghiên cứu trước về các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của SWF. Giả thuyết liên quan đến các biến giải thích như sau:

3.5.1.1. Biến quy mô của doanh nghiệp mục tiêu

Wei và Varela (2003) thấy rằng quy mô doanh nghiệp là yếu tố quyết định quan trọng đối với quyền sở hữu của chính phủ vì: (1) các doanh nghiệp nhà nước lớn có ý nghĩa kinh tế ở cấp quốc gia; (2) các công ty này tuyển dụng số lượng lớn nhân viên, điều này khiến các công ty có quy mô lớn trở thành phương tiện cho các mục tiêu phúc lợi xã hội quan trọng; (3) các công ty này cần có sự hướng dẫn và bảo vệ của chính phủ nhiều hơn vì họ khó thích nghi hơn với nền kinh tế đang chuyển đổi

nhANH chóng. Do đó, nghiên cứu này đề xuất rằng quy mô sẽ liên quan tích cực đến quyền sở hữu của chính phủ trong các doanh nghiệp nhà nước.

Quy mô của doanh nghiệp mục tiêu càng lớn thì các SWF càng có xu hướng đầu tư (Kotter và Lel, 2011; Gompers và Metrick, 2001). Khi các SWF đầu tư vào các doanh nghiệp mục tiêu trong nước, các tổ chức này có thể quan tâm nhiều hơn đến mục tiêu phát triển kinh tế trong nước. Các doanh nghiệp mục tiêu có quy mô lớn có thể có những tác động đáng kể, là những đầu tàu quan trọng đối với nền kinh tế. Vì vậy, xu hướng đầu tư vào những doanh nghiệp lớn có thể sẽ còn cao hơn nếu các SWF thực sự quan tâm đến mục tiêu phát triển kinh tế đất nước. Hơn nữa, theo lý thuyết quản trị tài chính, để giảm rủi ro do ít đa dạng hóa trong danh mục đầu tư so với các SWF có đầu tư xuyên quốc gia, các SWF nên tập trung chính vào các doanh nghiệp mục tiêu có thể sẽ chọn những doanh nghiệp có quy mô lớn để giảm rủi ro. Do đó, tác giả kỳ vọng như sau:

Giả thuyết H1: Quy mô của doanh nghiệp mục tiêu có tương quan cùng chiều đến mức sở hữu của SWF.

3.5.1.2. Biến hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu

Có năm mục tiêu SWF cơ bản có thể xác định được: (1) để bảo vệ ngân sách và nền kinh tế của quốc gia mua lại trước sự thay đổi của giá tài nguyên và nguồn cung; (2) để chuyển đổi doanh thu từ các tài nguyên không tái tạo như dầu mỏ hoặc khoáng sản thành danh mục tài sản đa dạng hơn để sử dụng cho các thế hệ tương lai;

(3) để tăng thu nhập từ dự trữ ngoại tệ; (4) để cung cấp hỗ trợ ngân sách cho các khoản nợ lương hưu tiềm tàng chưa được giải quyết hoặc các phương trình tiền tệ khác, và (5) để tăng ảnh hưởng chính trị bằng cách đầu tư chiến lược nước ngoài (Knill và cộng sự, 2012a). Như vậy, một trong những mục tiêu của SWF là tăng thu nhập và để bảo vệ ngân sách của nền kinh tế. Do đó, việc kiếm được lợi nhuận là cần thiết, và đó có thể là nguyên nhân các SWF cần đầu tư vào các công ty mục tiêu có khả năng sinh lời tốt. Hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu được kỳ vọng có tương quan cùng chiều với sở hữu của SWF, vì lợi ích của chính phủ là sở hữu các doanh nghiệp

nhà nước hiệu quả cao, bởi vì nhà nước sẽ có lợi về mặt kinh tế và chính trị. Tuy nhiên, cũng có khả năng các SWF bị buộc phải đầu tư vào các doanh nghiệp nhà nước có khả năng sinh lời thấp, vì các công ty này khó tư hữu hóa hơn so với các công ty có khả năng sinh lời cao.

Theo lý thuyết phục vụ (Stewardship theory) của SWF, các SWF được kỳ vọng sẽ cải thiện các doanh nghiệp mục tiêu, thống nhất với kết quả của Fernandez (2014). Tuy nhiên, theo lý thuyết người đại diện (Agency cost theory), dựa trên giả định cơ bản là tồn tại mâu thuẫn về lợi ích giữa người chủ và người đại diện. 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 có 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. Như vậy, hai lý thuyết này có dự đoán khác nhau về tác động đến của SWF đến hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu. Các nghiên cứu thực nghiệm trước cũng cho thấy các kết quả trái chiều về tác động của SWF đến hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu. SWF có thể cũng có những khẩu vị đầu tư khác nhau đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp mục tiêu. Do có nhiều lập luận trái chiều cũng như các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy các kết quả không thống nhất, tác giả chỉ đưa ra kỳ vọng về tác động của hiệu quả doanh nghiệp đến mức sở hữu của SWF như sau:

Giả thuyết H2: Hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu có tác động đến mức sở hữu của SWF.

3.5.1.3. Biện đôn bầy tài chính của doanh nghiệp mục tiêu

Sự can thiệp mạnh mẽ của chính phủ có thể khiến các công ty theo đuổi các khoản đầu tư bảo thủ (tức là, các dự án ít rủi ro hơn). Ví dụ, các chính sách của chính phủ tìm cách tối đa hóa sự ổn định xã hội và việc làm (Fogel và cộng sự, 2008) có thể hạn chế khả năng của các doanh nghiệp thực hiện các khoản đầu tư rủi ro. Nếu SWF nếu tìm cách tối đa hóa việc làm và tiền lương, nhằm mục đích đảm bảo cho cuộc bầu cử lại của chính phủ và nhiệm kỳ chính trị, thì các chính sách đường lối

không nhất thiết phải phù hợp với tối đa hóa lợi nhuận hoặc giá trị của doanh nghiệp mục tiêu.

Chủ sở hữu nhà nước theo đuổi các mục tiêu có khả năng xung đột với các cổ đông, những người có xu hướng tập trung vào tối đa hóa lợi nhuận. Ví dụ, chính phủ ít có khả năng tìm kiếm các cải tiến hiệu suất thông qua việc cắt giảm chi phí hoặc thực hiện các khoản đầu tư rủi ro có thể dẫn đến sự phản đối từ nhân viên, cử tri. Bên ngoài bối cảnh tư nhân hóa, nhưng chứng thực các lập luận trên, Fogel và cộng sự (2008) cho rằng một chính phủ hùng mạnh có thể ảnh hưởng đến các công ty phải thận trọng trong đầu tư để ổn định lợi ích xã hội và việc làm.

Ngoài ra theo lý thuyết các bên liên quan, với những SWF chỉ tập trung vào các doanh nghiệp trong nước thì động cơ phục vụ chính trị có thể cao hơn, giảm động cơ liên quan đến kinh tế. Hơn nữa, theo lý thuyết quản trị tài chính, rủi ro cao do ít đa dạng hóa có thể khiến các SWF quan tâm đến việc làm giảm rủi ro liên quan đến đòn bẩy tài chính, cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp mục tiêu.

Theo nghiên cứu của Kotter và Lel (2011), các SWF có xu hướng đầu tư vào các doanh nghiệp mục tiêu có đòn bẩy tài chính cao, vì các SWF có khả năng cung cấp vốn tốt và cải thiện tình hình hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu. Nghiên cứu của Kotter và Lel (2011), Karpoff, Malatesta và Walking (1996), Chhaochharia và Laeven (2009) đóng vai trò cung cấp vốn cho các doanh nghiệp gặp khó khăn và kiệt quệ tài chính. Tuy nhiên, kết quả này còn tùy thuộc vào mức độ minh bạch của các quỹ đầu tư (Kotter và Lel, 2011), không phải tồn tại với mọi SWF. Tóm lại, dựa vào các lập luận trên, tác giả kỳ vọng như sau:

Giả thuyết H3: Đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp mục tiêu có tương quan ngược chiều với mức sở hữu của SWF.

3.5.1.4. Biến cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp mục tiêu

Sự tồn tại của các cơ hội tăng trưởng có thể dẫn đến các dự án đầu tư có lợi nhuận, điều này sẽ ảnh hưởng tích cực đến hiệu suất của công ty. Hơn nữa, cơ hội

tăng trưởng tốt có thể giúp công ty sử dụng các nguồn lực tốt hơn, thay vì để các giám đốc có thể lợi dụng khai thác các dòng tiền tự do. Tuy nhiên, doanh nghiệp với nhiều cơ hội tăng trưởng được cho rằng có nhiều bất cân xứng thông tin do doanh nghiệp có nhiều thông tin hơn về các cơ hội đầu tư tiềm năng, so với các đối tượng bên ngoài. Hơn nữa, tăng trưởng cao gắn với các doanh nghiệp nhỏ, trong giai đoạn phát triển hơn là với những doanh nghiệp trưởng thành. Vì vậy, rủi ro gắn liền với việc đầu tư vào các doanh nghiệp này là rất cao, đòi hỏi nhiều kinh nghiệm, kỹ năng và công sức theo dõi các nhà quản lý doanh nghiệp.

Theo lý thuyết quản trị tài chính (Daniel và cộng sự, 2001), khi nhà đầu tư có ít cơ hội đa dạng hóa (cũng như ít kinh nghiệm) thì nên chọn danh mục gồm các tài sản rủi ro thấp. Do đối tượng được quan tâm trong chuyên đề là các SWF cùng danh mục đầu tư gồm các doanh nghiệp trong nước, do đó thể hiện ít đa dạng hóa, tác giả có kỳ vọng như sau. Giả thuyết H4: Cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp mục tiêu có tương quan ngược chiều với mức sở hữu của SWF.

3.5.1.5. Biên tiền mặt của doanh nghiệp mục tiêu

Theo Kotter và Lel (2011), các SWF có xu hướng đầu tư vào các doanh nghiệp mục tiêu có ít tiền mặt, vì các SWF đóng vai trò là nguồn cung cấp vốn cho các doanh nghiệp mục tiêu. Các SWF càng có độ minh bạch cao càng có xu hướng này vì hiệu quả đầu tư cải thiện tốt hơn. Mặc dù tiền mặt đóng vai trò giúp thanh khoản công ty tốt hơn, từ đó giúp giảm chi phí dự phòng (precautionary cost), nhưng tiền mặt nhiều làm tăng chi phí cơ hội, vốn là nguồn lực tài chính có thể dùng để đầu tư vào các dự án có lợi nhuận, từ đó cải thiện giá trị của doanh nghiệp.

Một lượng tiền mặt lớn trong tay các nhà quản lý có thể gây ra vấn đề đầu tư quá mức, điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu suất của công ty (Jensen, 1986). Lượng tiền mặt lớn còn dẫn đến khả năng bị sử dụng vào những dự án có lợi cho giám đốc, nhưng làm hại đến giá trị của doanh nghiệp. Do đó, phù hợp với lý thuyết phục vụ, tác giả có kỳ vọng tương tự. Giả thuyết H5: Tiền mặt của doanh nghiệp mục tiêu có tương quan ngược chiều với mức sở hữu của SWF.

3.5.1.6. Biến số lao động của doanh nghiệp mục tiêu

Các SWF có nhiều đối tượng liên quan, trong đó các SWF được sở hữu bởi các tổ chức nhà nước. Do các nhà nước ngoài nhiệm vụ chăm lo cho phúc lợi của các công dân trong nước, nên các doanh nghiệp mục tiêu trong đó SWF nắm phần sở hữu có thể bị ảnh hưởng bởi động cơ này nhiều hơn (Torvik, 2016). Các nghiên cứu của Brammer (2006), Wood (2010) và Van der Laan và cộng sự (2008) cũng đã chỉ ra người lao động là đối tượng quan trọng mà doanh nghiệp cần đảm bảo quyền lợi. Động cơ này có thể đặc biệt liên quan khi các SWF đầu tư vào các doanh nghiệp trong nước, hơn là khi đầu tư vào doanh nghiệp ở các quốc gia khác. Vì thế, thống nhất với lý thuyết các bên liên quan, doanh nghiệp mục tiêu nếu có khả năng giải quyết công ăn việc làm nhiều hơn có thể dành được ưu tiên đầu tư của các SWF. Tóm lại, tác giả đặt ra giả thuyết như sau:

Giả thuyết H6: Số lao động của doanh nghiệp mục tiêu có tương quan cùng chiều với mức sở hữu của SWF.

Bảng 3.2: Kỳ vọng về dấu của các biến trong mô hình

Biến	Diễn giải	Dấu (tác động đến sở hữu)
Khả năng sinh lời	Quan tâm đến DN mục tiêu có lời nhiều	+/-
Cơ hội tăng trưởng	Quan tâm đến DN mục tiêu có cơ hội tăng trưởng thấp	-
Đòn bẩy tài chính	Quan tâm đến DN mục tiêu có rủi ro thấp	-
Tỷ lệ tiền mặt	Quan tâm đến DN mục tiêu có tỷ lệ tiền mặt thấp	-
Quy mô	Quan tâm đến DN có quy mô lớn	+
Tỷ lệ nhân viên	Quan tâm đến DN có quy mô nhân viên lớn	+

Nguồn: Tác giả tổng hợp

3.5.2. Giả thuyết về tác động của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu

3.5.2.1. Giả thuyết 1: Tác động của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu tốt hơn ở những doanh nghiệp có hiệu quả tài chính cao

Các nghiên cứu trước đây về SWF đã những đóng góp có giá trị cho lý luận và thực tiễn, 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 mang tính định lượng tại Việt Nam. Các nghiên cứu cho thấy các kết quả không thống nhất về tác động 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 (doanh nghiệp mục tiêu nội địa).

Các SWF minh bạch cao có thể ảnh hưởng lớn đến doanh nghiệp mục tiêu (Kotter và Lel, 2011). Các SWF này cũng thường là các tổ chức có cơ cấu quản trị hướng đến giải quyết các vấn đề người đại diện phù hợp, giúp nâng cao hiệu quả đầu tư. Các SWF có tính minh bạch tốt cũng được cho rằng không theo đuổi các động cơ ngoài lợi nhuận như các SWF có tính minh bạch thấp. Murtinu và Scalera (2016), cho thấy các SWF có tính minh bạch thấp có thể đầu tư xuyên quốc gia một cách gián tiếp thông qua công cụ đầu tư, trong khi các SWF có tính minh bạch cao có xu hướng đầu tư một cách trực tiếp.

Ngoài ra, các doanh nghiệp nhà nước ít có kinh nghiệm đầu tư ngân ngoại đầu tư vào các doanh nghiệp ở nước ngoài. Nếu có ít kinh nghiệm và không có cơ hội đa dạng hóa đầu tư nhiều, các SWF đầu tư chính vào các doanh nghiệp trong nước sẽ mong muốn làm giảm rủi ro bằng cách chọn những công ty có chất lượng cao, ít rủi ro phá sản.

Tuy nhiên, có lập luận rằng các doanh nghiệp đầu tư nhiều vào doanh nghiệp trong nước có thể có động cơ phục vụ mục tiêu xã hội cao hơn, do đó hiệu quả có thể giảm so với những SWF có đầu tư ở nước ngoài.

Các phân tích trên cho thấy các SWF đầu tư trong nước có khuynh hướng chọn những doanh nghiệp có hiệu quả cao, cơ hội tăng trưởng thấp và đòn bẩy tài chính thấp. Nghĩa là các SWF chọn các doanh nghiệp mục tiêu có rủi ro thấp, và hiệu quả cao, trừ những SWF có độ minh bạch cao và kinh nghiệm quản lý đầu tư lâu. Kotter và Lel (2011), cho thấy SWF có minh bạch cao chọn các doanh nghiệp mục tiêu có hiệu quả thấp, vì các SWF này có thể cải thiện hiệu quả của các doanh nghiệp mục tiêu có hiệu quả thấp.

Nghiên cứu của Bernstein và cộng sự (2013), lập luận rằng khi SWF đầu tư trong nước cao hơn là dấu hiệu của sự đa dạng hóa kém. Chhaochharia và Laeven (2009), còn cho thấy xu hướng đầu tư nội địa rõ hơn đối với SWF kém minh bạch, thống nhất với nghiên cứu của Kotter và Lel (2011). Nói cách khác, với những SWF đầu tư nội địa nhiều, khả năng cao là các SWF này có tính minh bạch thấp, kinh nghiệm và kỹ năng thiếu để đầu tư nước ngoài. Hơn nữa, đầu tư trong nước nhiều thể hiện tính đa dạng hóa kém, dẫn đến rủi ro cao hơn. Do những yếu tố này, tác giả kỳ vọng rằng các SWF đầu tư vào doanh nghiệp trong nước là những doanh nghiệp còn non trẻ, ít kinh nghiệm đầu tư, sẽ chọn các doanh nghiệp có hiệu quả cao, và rủi ro thấp. Do có xu hướng đầu tư vào các doanh nghiệp mục tiêu có hiệu quả cao do giới hạn về năng lực quản trị đầu tư và độ minh bạch, tác động của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu được kỳ vọng sẽ phát huy tốt hơn khi doanh nghiệp mục tiêu đã cao.

Tóm lại, tác giả xây dựng giả thuyết về tác động của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu sau:

Giả thuyết 1: Tác động của SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu tốt hơn ở những doanh nghiệp có hiệu quả tài chính cao.

3.5.2.2. Giả thuyết 2: Tác động tiêu cực của SWF đến hiệu quả phi tài chính tệ hơn ở những doanh nghiệp có hiệu quả phi tài chính quá cao.

So với các cơ quan nhà nước nói chung, các SWF có thể quan tâm hiệu quả tài chính nhiều hơn so với hiệu quả phi tài chính. Xu hướng tách bạch nhiệm vụ đầu tư

ra khỏi các nhiệm vụ xã hội thể hiện ngày càng rõ chủ trương quản lý của nhà nước tại Việt Nam.

Do quan tâm đến hiệu quả tài chính, các SWF sẽ tìm cách tối ưu hóa chiến lược đầu tư của mình. Tuy vậy, do đặc điểm của SWF có thể bị điều phối bởi chính phủ, việc chăm lo cho lợi ích của công dân vẫn có thể là những quan tâm của SWF. Đây là kết quả khó tránh được khi doanh nghiệp có nhiều đối tượng liên quan cần phải quan tâm, theo lý thuyết các đối tượng liên quan (Freeman, 1984). Donaldson và Preston (1995) và Mitchell và cộng sự (1997) cho rằng tùy thuộc vào tầm quan trọng của các đối tượng liên quan, doanh nghiệp có thể lựa chọn ưu tiên. Do đó, các SWF có thể sẽ vẫn ưu tiên hiệu quả tài chính hơn với nhiệm vụ trọng tâm được giao là quản lý vốn nhà nước. Để vừa có thể nâng cao hiệu quả tài chính của doanh nghiệp nhận đầu tư, trong khi hạn chế đến mức tối thiểu thiệt thòi của công dân, SWF có thể chỉ can thiệp với những doanh nghiệp có dư dôi lao động quá nhiều, hoặc có thu nhập quá ít, hoặc đóng thuế quá ít. Nói cách khác, SWF có thể vẫn quan tâm đến hiệu quả phi tài chính nhưng thực hiện một cách tối ưu thông qua việc hạn chế ảnh hưởng tiêu cực của đảm bảo hiệu quả phi tài chính đến hiệu quả tài chính. Vì thế, hiệu quả phi tài chính nếu cần điều chỉnh giảm chỉ được thực hiện khi doanh nghiệp mục tiêu đã có hiệu quả phi tài chính quá cao.

Tóm lại, tác giả đặt giả thuyết 2 như sau:

Giả thuyết 2: Tác động tiêu cực của SWF đến hiệu quả phi tài chính tệ hơn ở những doanh nghiệp có hiệu quả phi tài chính quá cao.

3.6. Nguồn dữ liệu nghiên cứu

Tác giả lựa chọn dữ liệu của các quỹ đầu tư theo hai tiêu chí là WSF phi hàng hoá và đầu tư các doanh nghiệp trong nước. Trên thế giới có khá nhiều các công ty quản lý quỹ nhà nước, tác giả đã thực hiện tìm kiếm dữ liệu về đầu tư của các SWF phi hàng hoá khác ở các quốc gia như Ấn Độ, Hong Kong, Brazil, Hàn Quốc, New Zealand, Canada, Ireland, Palestine, Nigeria, Chile và Thổ Nhĩ Kỳ. Đây là những quốc gia có các SWF phi hàng hoá, nhưng số DN trong nước nhận đầu tư từ các SWF

này gần như là không có, hoặc có rất ít. Theo hai tiêu chí trên, tác giả lọc ra và nhận thấy chỉ còn năm quốc gia với các SWF phi hàng hóa thỏa các tiêu chí, và cũng đa dạng mức độ phát triển, gồm: Trung Quốc (China Investment Corporation, SAFE Investment Company, National Social Security Fund), Malaysia (Khazanah Nasional Berhad), Pháp (BPIfrance), Singapore (Temasek Holdings và GIC Private Limited), Việt Nam (SCIC).

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ Thomson Reuters Eikon trong giai đoạn từ 2008 - 2018 cho năm quốc gia là Pháp, Malaysia, Singapore, Trung Quốc, Việt Nam. Tác giả lựa chọn mẫu gồm các doanh nghiệp mục tiêu là các doanh nghiệp niêm yết ở các quốc gia trên là do việc nghiên cứu so sánh SWF phi hàng hóa và có đầu tư vào các doanh nghiệp trong nước với SCIC; do SCIC là công ty quản lý quỹ nhà nước phi hàng hóa và đầu tư chủ yếu tại Việt Nam.

Các DN được phân ngành theo chuẩn của Thomson Reuters gồm các ngành chính: Basic Materials (sản xuất vật liệu cơ bản), Industrials (công nghiệp), Consumer Cyclical (Hàng theo chu kỳ kinh tế), Consumer Non-cyclical (Hàng không theo chu kỳ kinh tế), Energy (Năng lượng), Financials (Tài chính), Healthcare (Y tế), Technology (Công nghệ), Telecommunications (Viễn thông), và Utilities (Tiện ích).

Dữ liệu tài chính cũng như mức sở hữu của SWF ở các công ty mục tiêu được thu thập cho mục đích so sánh các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của các SWF ở các công ty mục tiêu. Số liệu về mức sở hữu của SWF phi hàng hóa của mỗi công ty là mức sở hữu của các công ty SWF trên ở mỗi công ty mục tiêu ở mỗi quốc gia tương ứng. Điều này là do mục tiêu tương ứng của chuyên đề là phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của SWF phi hàng hóa. Dữ liệu tài chính cũng như sở hữu của SWF ở các công ty mục tiêu được thu thập cho mục đích so sánh các tác động của mức sở hữu của các SWF đến hiệu quả (tài chính và phi tài chính) của các doanh nghiệp mục tiêu).

Tóm tắt chương 3

Chương này tác giả đề xuất phương pháp tiếp cận nghiên cứu của luận án, cơ sở lựa chọn dữ liệu nghiên cứu của các quỹ đầu tư theo hai tiêu chí là SWF phi hàng hoá và đầu tư các doanh nghiệp trong nước. Trình bày các phương pháp là phân tích định tính và định lượng. Cung cấp cơ sở đề xuất mô hình nghiên cứu của đề tài, cách xây dựng biến và phương pháp ước lượng các mô hình, gồm phương pháp hồi quy System GMM và hồi quy phân vị.

Ngoài ra, các giả thuyết cũng được trình bày dựa trên các nghiên cứu trước và các nghiên cứu tại Việt Nam. Kết quả ước lượng của các mô hình trong chương này cùng với diễn giải kết quả sẽ được trình bày trong chương 4.

CHƯƠNG 4:

PHÂN TÍCH THỰC TRẠNG HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH VỐN NHÀ NƯỚC Ở VIỆT NAM

4.1. Tổng quan về Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước ở Việt Nam

4.1.1. Khái quát thực trạng hoạt động của doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam

Theo số liệu “Sách trắng Doanh nghiệp Việt Nam năm 2021”, tại thời điểm ngày 31/12/2020 cả nước có 811.538 doanh nghiệp đang hoạt động, tại thời điểm 31/12/2019, cả nước có 668.505 doanh nghiệp đang hoạt động có kết quả sản xuất kinh doanh tăng 9,5% so với thời điểm 31/12/2018. Trong đó, năm 2019 tỷ lệ doanh nghiệp kinh doanh có lãi chiếm 43,0%; tỷ lệ doanh nghiệp kinh doanh hòa vốn chiếm 8,2%; tỷ lệ doanh nghiệp kinh doanh lỗ chiếm 48,8%.

Khu vực doanh nghiệp nhà nước có số lượng doanh nghiệp ít, chỉ chiếm 0,3% tổng số doanh nghiệp cả nước, nhưng khu vực này chủ yếu là doanh nghiệp có quy mô lớn do vậy thu hút vốn cho SXKD đạt 9,6 triệu tỷ đồng, chiếm 22,2% tổng vốn của toàn bộ khu vực doanh nghiệp, giảm 0,3%. Tính đến thời điểm 31/12/2019, khu vực doanh nghiệp nhà nước có 2.109 doanh nghiệp đang hoạt động có kết quả SXKD, chiếm 0,3%, giảm 7,4% so với cùng thời điểm năm trước (trong đó: doanh nghiệp kinh doanh có lãi chiếm 79,3%; doanh nghiệp kinh doanh hòa vốn chiếm 1,9%; doanh nghiệp kinh doanh lỗ chiếm 18,8%), riêng khu vực doanh nghiệp 100% vốn nhà nước có 1.014 doanh nghiệp, chiếm 48,1% trong tổng số doanh nghiệp nhà nước, giảm 8,2% so với cùng thời điểm năm 2018. Khu vực doanh nghiệp nhà nước thu hút 1,1 triệu lao động (trong đó có 0,66 triệu lao động làm việc trong khu vực doanh nghiệp 100% vốn nhà nước), chiếm 7,3% lao động của toàn bộ khu vực doanh nghiệp, giảm 2,9% so với cùng thời điểm năm 2018. Tổng doanh thu thuần của toàn bộ khu vực doanh nghiệp đang hoạt động có kết quả sản xuất kinh doanh năm 2019 đạt hơn 26,3 triệu tỷ đồng, tăng 11,4% so với năm 2018 khu vực doanh nghiệp nhà nước đạt 3,6 triệu tỷ đồng, chiếm 13,6%, tăng 5,0%. Năm 2019, tổng lợi nhuận trước thuế của khu vực doanh nghiệp đạt 889,9 nghìn tỷ đồng, giảm 0,5% so với năm 2018. Tỷ lệ doanh

ngành kinh doanh có lãi năm 2019 đạt 43,0%, giảm so với năm 2018 (44,1%). Tỷ lệ doanh nghiệp kinh doanh thua lỗ năm 2019 đạt 48,8%, tăng so với năm 2018 (48,4%). Khu vực doanh nghiệp nhà nước tạo ra 206,3 nghìn tỷ đồng lợi nhuận, tăng 8,4% (trong đó, khu vực doanh nghiệp 100% vốn nhà nước tạo ra 117,9 nghìn tỷ đồng lợi nhuận, tăng 14,5%). Năm 2019, hiệu suất sử dụng lao động của toàn bộ khu vực doanh nghiệp đạt 15,8 lần, tăng 1,03 lần so với năm 2018; chỉ số nợ đạt 2,1 lần, bằng năm 2018; chỉ số quay vòng vốn đạt 0,6 lần, bằng năm 2018; hiệu suất sinh lợi trên tài sản (ROA) đạt 2,2%, bằng 0,89 lần năm 2018; hiệu suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) đạt 6,8%, bằng 0,89 lần năm 2018; hiệu suất sinh lợi trên doanh thu thuần (ROS) đạt 3,4%, bằng 0,89 lần năm 2018.

Chỉ số nợ chung của toàn bộ doanh nghiệp năm 2019 là 2,1 lần, nói cách khác, tổng số nợ bình quân của doanh nghiệp năm 2019 gấp 2,1 lần vốn tự có bình quân của doanh nghiệp. Khu vực doanh nghiệp nhà nước có chỉ số nợ là 3,6 lần; khu vực doanh nghiệp ngoài nhà nước 2,0 lần và khu vực doanh nghiệp FDI 1,6 lần. Chỉ số quay vòng vốn năm 2019 của toàn bộ khu vực doanh nghiệp đang hoạt động có kết quả SXKD đạt 0,6 lần, bằng với chỉ số quay vòng vốn năm 2018. Năm 2019, khu vực doanh nghiệp FDI có chỉ số quay vòng vốn đạt cao nhất với 1,0 lần; khu vực doanh nghiệp ngoài nhà nước 0,6 lần; khu vực doanh nghiệp nhà nước có chỉ số quay vòng vốn thấp nhất với 0,4 lần.

Mặc dù, việc sử dụng vốn nhà nước đã cải thiện trong thời gian qua nhưng hiệu quả sử dụng vốn nhà nước vào hoạt động sản xuất kinh doanh còn chưa tương xứng với nguồn lực đầu vào. Khu vực DNNN là khu vực có lợi nhuận trước thuế thấp nhất trong khối DN, đồng thời có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận âm so với năm 2017. Hiệu suất sinh lời trên tài sản và hiệu suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của khối DNNN và DN có vốn nhà nước với số liệu lần lượt là 2,0 và 8,9 thấp hơn nhiều so với của khu vực FDI với số liệu là 8,9 và 15,4 (Đinh Thị Nga, 2020). Từ những số liệu phân tích trên ta thấy rõ những thành công và những hạn chế của DNNN, cụ thể là chỉ số nợ khu vực DNNN cao nhất trong các khu vực; hiệu quả sử dụng vốn nhà nước, cũng như thất thoát vốn nhà nước, đây là vấn đề cần được nghiên cứu thấu đáo.

4.1.2. Sự ra đời của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước là một tất yếu khách quan phù hợp với quy luật kinh tế thị trường

Một là, từ thực trạng của doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam và yêu cầu cải cách: Vai trò của DNNN về cơ bản đã phát huy tốt. Trên thực tế, những hạn chế của khối doanh nghiệp nhà nước đã được chỉ ra từ lâu, nhưng vẫn chậm có sự chuyển biến, thậm chí có mặt còn trầm trọng hơn. Thực tế tại các DNNN không phải lúc nào hoạt động kinh doanh cũng diễn ra phù hợp với quy luật thị trường. Không ít doanh nghiệp nhà nước làm ăn thua lỗ, thất thoát, tham nhũng, lãng phí, tiêu cực với những dự án đầu tư hàng nghìn tỷ đồng, làm trầm trọng thêm nợ xấu ngân hàng và nợ công quốc gia. Trong bất ổn kinh tế vĩ mô thời gian vừa qua, có thể có nhiều nguyên nhân, trong đó, DNN là nguyên nhân cơ bản. DNNN nếu kinh doanh không hiệu quả, thua lỗ nặng để lại hậu quả lớn cho nền kinh tế quốc gia cũng như sự phát triển của đất nước. Việc quản lý của nhà nước đối với khối doanh nghiệp này còn nhiều bất cập, mô hình quản lý không khoa học và tạo nhiều kẽ hở, đây cũng là thực trạng DNNN hiện nay.

Hai là, vai trò của Nhà nước và kinh tế nhà nước trong phát triển kinh tế thị trường: Vai trò của Nhà nước trong kinh tế thị trường được thể hiện qua các tác động của Nhà nước đối với nền kinh tế, đối với thị trường, nhằm phát huy những mặt tích cực, hạn chế những mặt tiêu cực và đưa ra các giải pháp, công cụ khắc phục những hạn chế đó. Sự kết hợp cả “bàn tay vô hình” của cơ chế thị trường với “bàn tay hữu hình” của nhà nước để giải quyết các vấn đề xã hội trên nguyên tắc công bằng, hiện nay ở Việt Nam, đa phần sự tiếp thu về kinh tế vĩ mô là dưới hình thức này.

Ba là, xác định rõ quan hệ sở hữu và quyền tài sản trong các doanh nghiệp nhà nước: DNNN là doanh nghiệp do Nhà nước sở hữu hoàn toàn hoặc một phần (Luật doanh nghiệp 2020, định nghĩa lại về doanh nghiệp nhà nước: (1) Doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ; (2) Doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ trên 50% vốn điều lệ hoặc tổng số cổ phần có quyền biểu quyết, trừ doanh nghiệp quy định (1). Quyền sở hữu thuộc về Nhà nước là một đặc trưng cơ bản nhất. Khi giao

cho DNNN một bộ phận tài sản thuộc sở hữu toàn dân mà Nhà nước là người đại diện làm điều kiện để thực hiện các hoạt động sản xuất kinh doanh, Nhà nước đã không chuyển giao quyền sở hữu tài sản cho DNNN mà chỉ giao một khối lượng quyền hạn nhất định gọi là quyền quản lý, sử dụng tài sản. Để xác lập quyền sở hữu của Nhà nước đối với DNNN và quyền sở hữu tài sản, quyền tài sản của DNNN, một trong những giải pháp phù hợp là thành lập Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước, để thực hiện đầy đủ quyền và nghĩa vụ của chủ sở hữu đối với vốn nhà nước đưa vào kinh doanh tại doanh nghiệp.

Bốn là, phân biệt quản lý hành chính, kinh tế với quản lý của chủ sở hữu nhà nước đối với doanh nghiệp nhà nước: mô hình Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước là công cụ để nhà nước thông qua đó đổi mới mối quan hệ giữa Nhà nước với DNNN, xác định rõ vai trò chủ sở hữu đối với vốn nhà nước đầu tư vào doanh nghiệp, phân định rõ chức năng quản lý nhà nước với chức năng chủ sở hữu, từ đó sẽ nâng cao hiệu quả sử dụng vốn nhà nước tại các DNNN, cũng như thay đổi chiến lược đầu tư, cách thức quản trị và tổ chức bộ máy của DNNN.

Năm là, từ cơ sở lý thuyết được phân tích chương 2: Lý thuyết tối đa hóa tự chủ cho rằng việc thành lập SWF có một mục tiêu chính là tạo điều kiện và thúc đẩy sự giàu có của quốc gia nhờ có sự hỗ trợ của SWF. Nghiên cứu của Pistor và Hatton (2011), cho rằng lý thuyết tối đa hóa quyền tự chủ giải thích tốt các chiến lược (mức sở hữu) của các SWF này. Lý thuyết tối đa hóa tự chủ giải thích các động lực kinh tế chính trị của các SWF đã thành lập. Lý luận tương tự như trên lý thuyết về tích tụ và tập trung vốn, cho thấy sự cần thiết phải hình thành các SWF nói chung và SCIC nói riêng để thể hiện vai trò của Nhà nước, đúng với định hướng chung của Đảng và Nhà nước Việt Nam trong thị trường vốn, đặc biệt trong điều kiện nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa mà Việt Nam đang hướng tới.

4.1.3. Quá trình phát triển của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước

Chủ trương thành lập công ty đầu tư vốn nhà nước được xác định tại Văn kiện Đại hội Đảng lần thứ IX “Nghiên cứu hình thành các tổ chức quản lý đầu tư, kinh doanh có hiệu quả các nguồn vốn, tài sản của nhà nước; khắc phục tình trạng bộ máy quản lý hành chính tham gia trực tiếp vào các hoạt động kinh doanh thông qua mệnh lệnh hành chính”. Tại Hội nghị lần thứ 3 của Ban Chấp hành Trung ương Đảng khóa IX đã kết luận “Phải đẩy mạnh sắp xếp, nâng cao hiệu quả DNNN, kiên quyết chấm dứt tình trạng cơ quan hành chính Nhà nước can thiệp trực tiếp, cụ thể vào quá trình hoạt động, sản xuất kinh doanh của DN; phân định rõ quyền quản lý hành chính kinh tế của Nhà nước và quản lý sản xuất kinh doanh của DN”. Văn kiện Đại hội Đảng X (2006) xác định “Thu hẹp và tiến tới không còn chức năng đại diện chủ sở hữu của các bộ, ủy ban nhân dân tỉnh, thành phố đối với DNNN”, đến Hội nghị Ban Chấp hành Trung ương 4 khóa X (2006) “Tách bạch vai trò của nhà nước với tư cách là bộ máy công quyền quản lý toàn bộ nền kinh tế xã hội với vai trò chủ sở hữu tài sản, vốn của nhà nước”.

Từ những chủ trương trên của Đảng, Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) được thành lập theo Quyết định số 151/2005/QĐ-TTg ngày 20/6/2005 của Thủ tướng Chính phủ, SCIC chính thức đi vào hoạt động từ ngày 01 tháng 8 năm 2006.

Đến năm 2010, Bộ Chính trị ban hành Kết luận số 78-KL/TW ngày 26 tháng 7 năm 2010, chỉ đạo tiếp tục bổ sung, hoàn thiện cơ chế, chính sách, làm rõ địa vị pháp lý và định hướng hoạt động của SCIC, tạo môi trường pháp lý thuận lợi cho SCIC hoạt động có hiệu quả. SCIC được Thủ tướng Chính phủ quyết định chuyển sang mô hình Công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do Nhà nước làm chủ sở hữu theo quyết định số 992/QĐ-TTg ngày 10 tháng 6 năm 2010. Ngày 15 tháng 11 năm 2012 Chính phủ ban hành Nghị định số 99/2012/NĐ-CP về phân công, phân cấp thực hiện các quyền, trách nhiệm, nghĩa vụ của chủ sở hữu nhà nước đối với DNNN

và vốn nhà nước đầu tư vào DN, SCIC được Nhà nước đầu tư vốn điều lệ và quản lý vốn Nhà nước tại các DN do các Bộ, Ủy ban nhân dân cấp tỉnh chuyên giao.

Năm 2013, trên cơ sở đánh giá kết quả hoạt động của SCIC, ngày 01 tháng 11 năm 2013, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 151/2013/NĐ-CP về chức năng, nhiệm vụ và cơ chế hoạt động của SCIC, trong đó có quy định các cơ chế riêng, đặc thù của SCIC. Ngày 02 tháng 12 năm 2013, Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Quyết định 2344/QĐ-TTg đề án tái cơ cấu SCIC giai đoạn đến 2015. Ngày 16 tháng 06 năm 2014, Chính phủ ban hành Nghị định số 57/2014/NĐ-CP về Điều lệ tổ chức và hoạt động của SCIC.

Với yêu cầu mới đặt ra, từ thực tiễn sau hơn 14 năm hoạt động của SCIC, ngày 10 tháng 7 năm 2017 Thủ tướng Chính phủ đã có Quyết định 1001/QĐ-TTg phê duyệt Phương án sắp xếp, phân loại DN của SCIC đến năm 2020. Ngày 13 tháng 12 năm 2017, Thủ tướng Chính phủ đã có Quyết định 2012/QĐ-TTg phê duyệt Phương án cơ cấu lại SCIC đến năm 2020. Ngày 25 tháng 12 năm 2017, Thủ tướng Chính phủ ban hành Nghị định số 147/2017/NĐ-CP về sửa đổi bổ sung một số điều của Nghị định 151/2013/NĐ-CP và Nghị định số 148/2017/NĐ-CP về Điều lệ tổ chức và hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước.

Để tiếp tục hoàn thiện mô hình đại diện chủ sở hữu Nhà nước tại doanh nghiệp Nghị quyết Hội nghị TW6 của Ban Chấp hành Trung ương Đảng khóa XI nêu rõ: “Nghiên cứu hình thành tổ chức thực hiện thống nhất chức năng đại diện chủ sở hữu đối với DNNN”. Nghị quyết Số 12-NQ/TW, ngày 03 tháng 6 năm 2017 của Hội nghị lần thứ năm của Ban Chấp hành Trung ương Đảng khóa XII, xác định nâng cao năng lực, hiệu quả hoạt động của Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước là một trong những nhiệm vụ và giải pháp quan trọng để thực hiện mục tiêu tiếp tục cơ cấu lại, đổi mới và nâng cao hiệu quả doanh nghiệp nhà nước, thành lập một cơ quan chuyên trách làm đại diện chủ sở hữu đối với doanh nghiệp nhà nước và cổ phần, vốn góp của Nhà nước tại doanh nghiệp.

Ngày 03 tháng 02 năm 2018, Chính phủ ra Nghị quyết 09-NQ/CP về thành lập Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC), đây là cơ quan thuộc Chính phủ, thực hiện chức năng đại diện chủ sở hữu đối với doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ và phần vốn nhà nước đầu tư tại công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn hai thành viên trở lên theo quy định của pháp luật. SCIC là đơn vị trực thuộc Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp.

Tại Nghị quyết số 60/2018 của Quốc hội Khóa 14, nhằm khắc phục những hạn chế, vướng mắc, bất cập, thực hiện có hiệu lực, hiệu quả chính sách, pháp luật về quản lý, sử dụng vốn, tài sản nhà nước tại doanh nghiệp và cổ phần hóa DNNN, Quốc hội đã giao Chính phủ tổng kết, đánh giá mô hình Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước và mối quan hệ với Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại DN.

Sự ra đời SCIC thể hiện vai trò cổ đông của Nhà nước, đây là mô hình thí điểm về thực hiện đại diện vốn chủ sở hữu chuyên nghiệp, một mô hình tiên phong trong việc tách rời chức năng quản lý nhà nước và chức năng đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước, xóa bỏ hoàn toàn cơ chế chủ quản, tăng sự bình đẳng giữa cổ đông nhà nước và các cổ đông khác. Bản thân SCIC cũng phải tuân thủ theo Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư, Luật Thương mại và các văn bản luật liên quan.

Với tầm nhìn và sứ mệnh, phát triển SCIC trở thành tập đoàn tài chính có quy mô lớn trong khu vực, là nhà đầu tư chiến lược của Chính phủ trong và ngoài nước hoạt động theo quy luật thị trường, đầu tư vào các ngành, lĩnh vực then chốt, trọng yếu Nhà nước cần nắm giữ vốn, để thể hiện tính dẫn dắt trong thị trường vốn. Phát triển hoạt động Tổng công ty nằm trong tổng thể, gắn liền và góp phần thúc đẩy tiến trình tái cơ cấu, sắp xếp đổi mới và nâng cao hiệu quả doanh nghiệp nhà nước; đẩy mạnh đổi mới phương thức đầu tư vốn nhà nước, từng bước thực hiện thống nhất quyền và nghĩa vụ chủ sở hữu nhà nước tại doanh nghiệp. Tập trung đầu tư kinh doanh vốn vào các lĩnh vực then chốt, trọng yếu nhà nước cần nắm giữ chi phối, góp phần phát huy vai trò chủ đạo của kinh tế Nhà nước; đồng thời phải đảm bảo hiệu quả theo nguyên tắc thị trường.

4.1.4. Chức năng và nhiệm vụ của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước

Với chức năng quản lý, đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước, sự ra đời của SCIC nằm trong tiến trình cải cách kinh tế nói chung và cải cách doanh nghiệp nhà nước nói riêng nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn nhà nước. SCIC là đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại các doanh nghiệp, thực hiện đầu tư vào các ngành, lĩnh vực quan trọng của nền kinh tế nhằm tăng cường vai trò chủ đạo của kinh tế nhà nước trên cơ sở tôn trọng những nguyên tắc thị trường. Theo Nghị định số 151/2013/NĐ-CP, Nghị định số 147/2017/NĐ-CP và Nghị định số 148/2017/NĐ-CP của Chính phủ, chức năng, nhiệm vụ của SCIC gồm: Một là, tiếp nhận và thực hiện quyền đại diện chủ sở hữu Nhà nước tại các Công ty cổ phần, Công ty TNHH một thành viên và hai thành viên trở lên, Công ty liên doanh có vốn góp Nhà nước do các Bộ, ngành, địa phương làm đại diện chủ sở hữu, Tập đoàn kinh tế, Tổng công ty sau cổ phần hóa theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ. Hai là, tiếp tục thực hiện các hoạt động sắp xếp, cổ phần hóa, bán vốn Nhà nước đầu tư tại DN được chuyển giao theo quy định hiện hành. Ba là, đầu tư vốn vào các Tập đoàn, Tổng công ty, hoặc Công ty mẹ hoạt động trong lĩnh vực, ngành nghề Nhà nước nắm giữ quyền chi phối. Đầu tư vốn vào các dự án theo chỉ định của Chính phủ và Thủ tướng Chính phủ. Đầu tư và kinh doanh vốn vào ngành, lĩnh vực, dự án đem lại hiệu quả kinh tế theo quy định của pháp luật. Bốn là, cung cấp các dịch vụ tư vấn đầu tư, tài chính, cổ phần hóa, quản trị theo quy định của pháp luật. Năm là, thực hiện một số nhiệm vụ khác theo phân công của đại diện chủ sở hữu Nhà nước.

Nghị định số 131/2018-NĐ-CP ngày 29/9/2018 của Chính phủ quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại DN, theo đó, SCIC là đơn vị trực thuộc Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại DN, đồng thời, theo Nghị định trên, Chính phủ tiếp tục giao SCIC thực hiện tiếp nhận và đại diện vốn Nhà nước tại các DN được chuyển giao từ các Bộ, ngành, địa phương. Do đó, về cơ bản, chức năng, nhiệm vụ của SCIC vẫn giữ nguyên theo Nghị định số 151/2013/NĐ-CP, Nghị định số 147/2017/NĐ-CP và Nghị định số 148/2017/NĐ-CP



của Chính phủ về chức năng, nhiệm vụ của SCIC.

Hình 4.1. Hai chức năng của SCIC

	Quản lý vốn nhà nước Đơn vị nhà nước chịu trách nhiệm quản lý vốn nhà nước tại các DN			Đầu tư vốn nhà nước Tổ chức đầu tư của Chính phủ				
nhiệm vụ	Quản lý vốn nhà nước một cách chuyên nghiệp		Thoái vốn tuân theo thủ tục	SCIC có toàn quyền trong việc phân bổ vốn cho từng loại hình đầu tư				
	Tiếp nhận vốn nhà nước	Chiến lược	Thoái vốn linh hoạt	Đầu tư vốn vào các doanh nghiệp hiện tại		Đầu tư mới	Giao dịch cổ phiếu	Đầu tư trái phiếu
				Doanh nghiệp ngoài ngành của các DNNN khác	DN khác			
Mục tiêu	Thực hiện quyền biểu quyết dựa trên nguyên tắc thị trường			Tìm kiếm các cơ hội đầu tư tốt Đạt tỷ lệ Lợi nhuận trên vốn cao				

Nguồn: Từ Dự án JICA nghiên cứu về SCIC

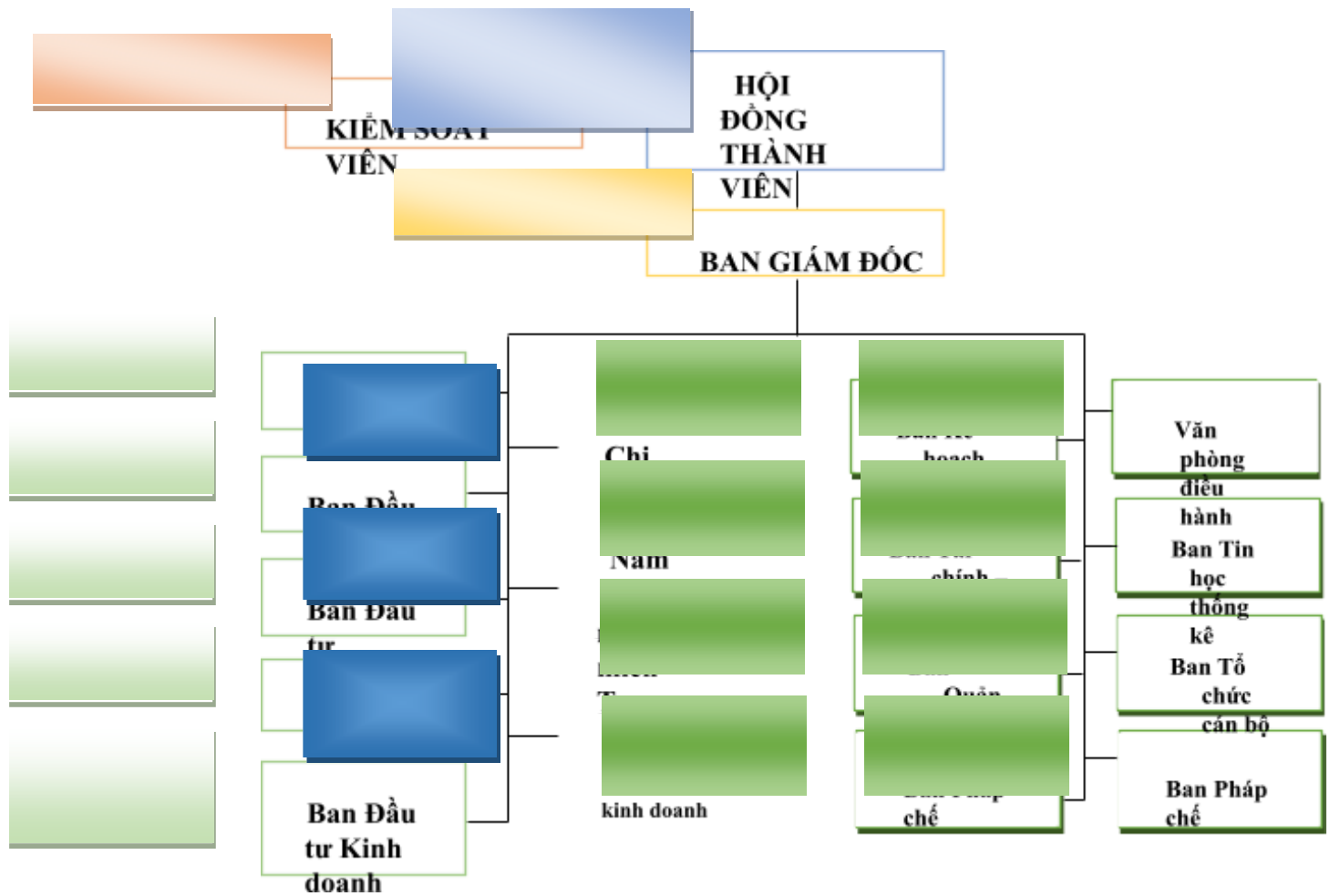
4.1.5. Bộ máy tổ chức của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước

Bộ máy tổ chức của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước gồm: Hội đồng thành viên có bảy thành viên; Ban Tổng giám đốc có năm thành viên; Kiểm soát viên có hai thành viên; Kế toán trưởng; SCIC có mười bốn phòng, ban; hai Chi nhánh khu vực và một Công ty TNHH Một thành viên Đầu tư SCIC. Tính đến ngày 30/6/2020, SCIC có 251 cán bộ, có 222 người đại diện vốn Nhà nước tại DN.

Các Ban Đầu tư của SCIC có nhiệm vụ xây dựng chiến lược kinh doanh, thực hiện quyền hiện quyền và nghĩa vụ của người đại diện theo đúng Quy chế Người đại diện của SCIC, đưa ra các giải pháp nhằm nâng cao hiệu hoạt động, mở rộng thị trường, đổi mới công nghệ, bổ sung vốn đầu tư của SCIC tại các doanh nghiệp mục tiêu. Bên cạnh đó, các ban đầu tư của SCIC có nhiệm vụ theo dõi đánh giá hiệu quả hoạt động, hiệu quả tài chính, hiệu quả quản trị doanh nghiệp theo từng doanh nghiệp, lĩnh vực được phân công.

Nhiệm vụ của Ban Tài chính kế toán đơn đốc doanh nghiệp thanh toán các khoản nợ phải thu về SCIC. Ban Quản lý rủi ro là xây dựng quy trình, quy chế quản trị rủi ro doanh nghiệp, đưa ra các giải pháp quản trị đảm bảo an toàn vốn Nhà nước. Ban Pháp chế xây dựng quy chế chung của SCIC, có ý kiến về nội dung quy chế tài chính, điều lệ của doanh nghiệp. Ban Tổ chức cán bộ có nhiệm vụ trong tuyển chọn, cử ủy hoặc chấm dứt ủy quyền người đại diện vốn, đánh giá khen thưởng; xây chương trình các khóa đào tạo bồi dưỡng cho người đại diện. Nhiệm vụ của Ban Kế hoạch Tổng hợp là xây dựng và tổ chức thực hiện kế hoạch đầu tư tài chính, danh mục đầu tư trung, dài hạn theo ngành, lĩnh vực phụ trách phân công; tiếp nhận và bàn giao các doanh nghiệp mà SCIC nhận bàn giao theo quy định. Ban Tin học và Thống kê có nhiệm vụ cập nhật tình hình số liệu bán vốn, báo cáo tài chính, quản trị doanh nghiệp, thông tin đại hội cổ đông.

Hình 4.2. Tổ chức bộ máy Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước



Nguồn từ SCIC

4.1.6. Kết quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước

4.1.6.1. Kết quả hoạt động kinh doanh của SCIC

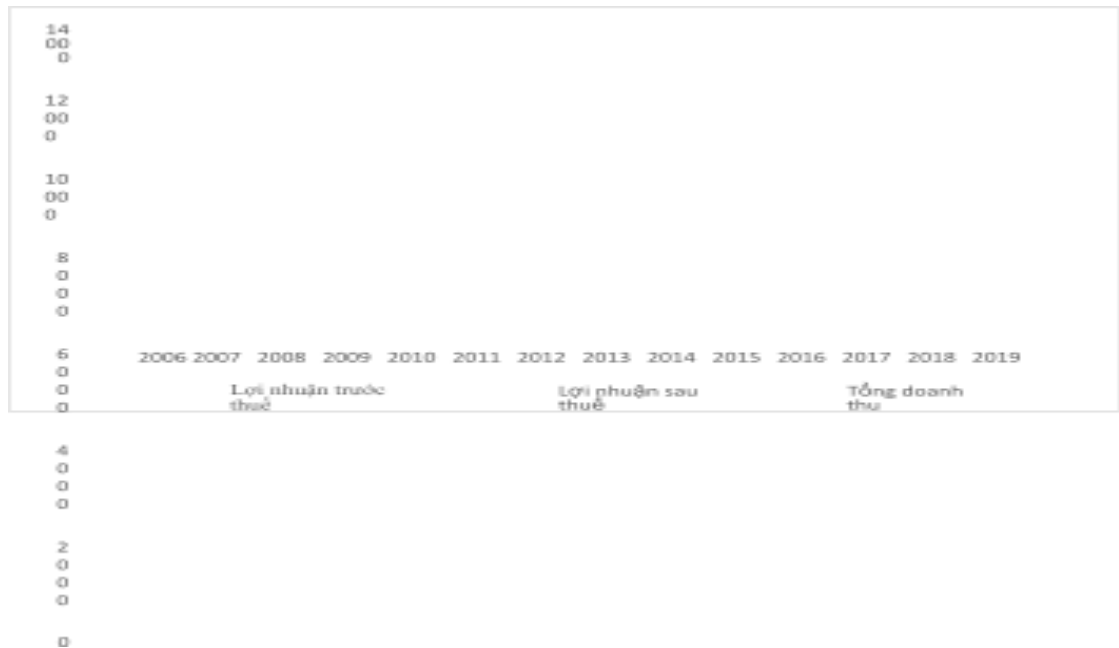
Tổng doanh thu của SCIC tăng liên tục trong thời gian từ 2006 đến 2015, sau đó giảm trước khi tăng bật trở lại vào năm 2018. Tuy nhiên, đến năm 2019, doanh thu của SCIC giảm mạnh khoảng 50%, xuống còn 6.528 tỷ đồng. Tuy nhiên, tổng số vốn chủ sở hữu của SCIC tăng từ 3.657 tỷ lên 53.316 tỷ trong giai đoạn từ 2006 đến 2019, đây là mức tăng rất nhanh chóng, và đây cũng là xu hướng đối với vốn điều lệ của Tổng công ty. Chi phí hoạt động của SCIC được kiểm soát khá tốt, dẫn đến lợi

nhuận trước thuế tăng mạnh qua các năm, từ 120 tỷ trước thuế tăng mạnh đến hơn 6000 tỷ năm 2018.

Đóng góp của SCIC đối với xã hội cũng tăng nhanh thông qua chỉ tiêu nộp ngân sách, tăng từ 9 tỷ năm 2006 đến 1.3450 tỷ năm 2017. ROE của SCIC cũng ở mức khá tốt và có chiều hướng gia tăng, từ 3% năm 2006 đến 16,1% năm 2017. Trong giai đoạn 2015 - 2019 các chỉ tiêu tài chính lớn đều tăng trưởng ở mức khá, vốn chủ sở hữu tăng trưởng bình quân 11%/năm; tổng tài sản tăng trưởng bình quân 12%/năm; nộp ngân sách nhà nước tăng trưởng trung bình 16,3%/năm; tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) tăng bình quân đạt 29%/năm; tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) tăng bình quân 28%/năm. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) bình quân chung của các doanh nghiệp trong danh mục của SCIC đạt 19% cao hơn đáng kể so với mức bình quân chung của các DNNN. Tổng nguồn thu cổ tức cho nhà nước giai đoạn 2006 - 2019 của các doanh nghiệp trong danh mục quản lý của SCIC đạt 38.813 tỷ đồng.

Đến 31/12/2019, danh mục doanh nghiệp của SCIC còn 148 doanh nghiệp với giá trị vốn nhà nước hơn 39.000 tỷ đồng, trên tổng số vốn điều lệ là 120.000 tỷ đồng. Đến 30/6/2020, doanh thu của SCIC đạt 3.728 tỷ đồng, bằng 54% kế hoạch. Trong đó: Doanh thu cổ tức đạt 1.918 tỷ đồng, bằng 55% kế hoạch; Doanh thu bán vốn đạt 712 tỷ đồng, trong đó chênh lệch bán vốn là 370 tỷ đồng, đạt 49% kế hoạch; Doanh thu tài chính đạt 1.093 tỷ đồng, bằng 55% kế hoạch; Lợi nhuận sau thuế: đạt 2.602,11 tỷ đồng, bằng 57% kế hoạch. Nộp ngân sách nhà nước đạt 1.992,55 tỷ đồng, bằng 57% so với kế hoạch.

Lợi nhuận trước thuế, lợi nhuận sau thuế, tổng doanh thu của SCIC



Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của SCIC

Năm 2020, trong bối cảnh kinh tế thế giới biến động mạnh do chiến tranh thương mại Mỹ - Trung Quốc, dịch Covid 19... tác động tiêu cực và nhiều chiều đến nền kinh tế và thị trường tài chính - tiền tệ Việt Nam, hoạt động đầu tư kinh doanh vốn của SCIC còn gặp nhiều khó khăn. Đến 31/12/2020, doanh thu của SCIC ước đạt 7.945 tỷ đồng, bằng 115% kế hoạch. Trong đó doanh thu cổ tức ước đạt 4.633 tỷ đồng, bằng 134% kế hoạch; doanh thu bán vốn ước đạt 1.173 tỷ đồng, trong đó chênh lệch bán vốn là 602 tỷ đồng, đạt 82% kế hoạch; doanh thu tài chính ước đạt 2.128 tỷ đồng, bằng 106% kế hoạch. Lợi nhuận trước thuế: ước đạt 6.588 tỷ đồng, bằng 136% kế hoạch; Lợi nhuận sau thuế: ước đạt 6.197 tỷ đồng, bằng 136% kế hoạch. Nộp ngân sách nhà nước ước đạt 9.337 tỷ đồng, gấp 2,7 lần so với kế hoạch.

Như vậy qua các chỉ số có thể thấy hiệu quả hoạt động của SCIC tương đối tốt, thể hiện vai trò quản lý vốn nhà nước hiệu quả, điều này chứng minh việc đầu tư của SCIC, một cơ quan chuyên đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước là một chủ trương đúng đắn. Các kết quả khả quan này có hàm ý cho thấy SCIC thực sự là một công ty

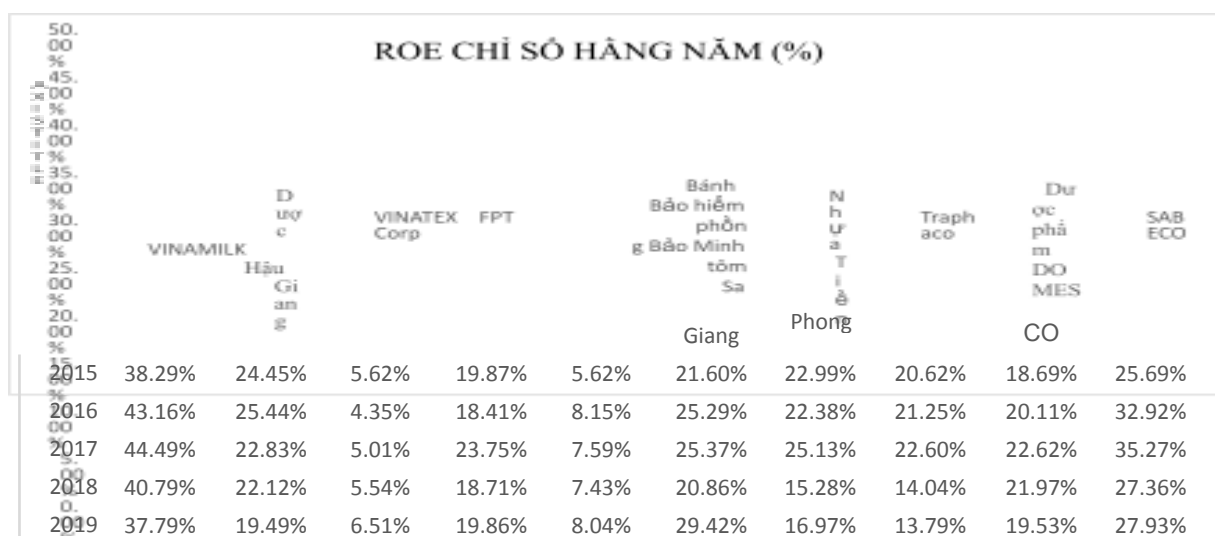
quản lý và đầu tư vốn nhà nước hiệu quả, phù hợp với các nghiên cứu trong nước về hiệu quả tài chính của SCIC như Nguyễn Hồng Long (2019), Kubo và Việt (2019).

4.1.6.2. Một số khoản đầu tư tiêu biểu của SCIC

SCIC đầu tư vào các DN hiệu quả đã góp phần quan trọng phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh, làm gia tăng giá trị vốn Nhà nước tại DN... giúp hình thành một số DN quy mô lớn, hiệu quả cao và dẫn đầu thị trường hiện nay, bên cạnh đó SCIC còn đem lại các giá trị gia tăng cho DN trong danh mục quản lý thông qua việc giới thiệu các nhà đầu tư chiến lược, nâng cao năng lực quản trị. Trên thực tế, hầu hết các DN sau khi chuyển giao về SCIC đều đạt tốc độ tăng trưởng khá.

Kết quả các chỉ tiêu kinh doanh của 10 doanh nghiệp SCIC đầu tư được thể hiện: VINAMILK (Tỷ lệ sở hữu nhà nước là 30%), Dược Hậu Giang (Tỷ lệ sở hữu nhà nước là 43,31%), VINATEX Giang (Tỷ lệ sở hữu nhà nước là 53,49%), FPT Corp (Tỷ lệ sở hữu nhà nước là 5,10%), Bảo hiểm Bảo Minh (Tỷ lệ sở hữu nhà nước là 50,70%), Bánh phồng tôm Sa Giang (Tỷ lệ sở hữu nhà nước là 49,89%), Nhựa Tiên Phong (Tỷ lệ sở hữu nhà nước là 30,92%), Traphaco (Tỷ lệ sở hữu nhà nước là 35,67%), Dược phẩm DOMESCO (Tỷ lệ sở hữu nhà nước là 34,71%), SABECO (Tỷ lệ sở hữu nhà nước là 36%).

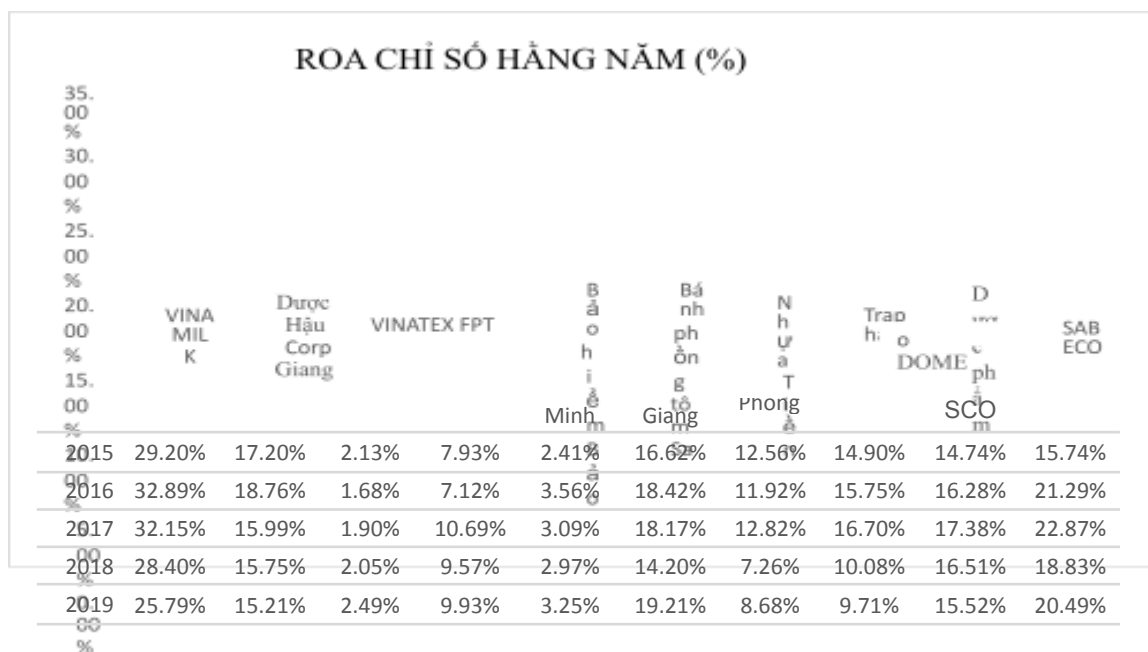
Biểu đồ ROE của 10 DN mục tiêu.



Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của SCIC

Biểu đồ chỉ số ROE cho thấy VINATEX, Bảo hiểm Bảo Minh và Bánh phồng tôm Sa Giang có chỉ số ROE tăng dần qua các năm trong giai đoạn 2015 – 2019. Các công ty như VINAMILK (bình quân 40,90%), FPT (bình quân 20,12%), SABECO (bình quân 25,68%), DOMESCO (bình quân 20,58%) có chỉ số ROE ổn định qua các năm trong giai đoạn 2015 – 2019. Các công ty này đều là những doanh nghiệp lớn với thị phần và lợi nhuận tương đối ổn định. Do đó, vốn chủ sở hữu của công ty cũng biến động không nhiều qua các năm do cổ phiếu của các công ty này đều được giữ ở mức giá ổn định, điều này phù hợp với các nghiên cứu trước về vai trò của SCIC đối với các doanh nghiệp lớn thì có tác động không đáng kể. Các công ty còn lại có chỉ số ROE giảm dần qua các năm trong giai đoạn 2015 – 2019 là Dược Hậu Giang, Nhựa Tiền Phong, TRAPHACO. Các doanh nghiệp này vốn phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu từ nước ngoài. Do đó, khi xảy ra các vấn đề liên quan đến chiến tranh thương mại (Mỹ - Trung), xung đột địa chính trị sẽ ảnh hưởng đến nguồn nguyên liệu đầu vào, gia tăng chi phí, dẫn đến giảm lợi nhuận của công ty.

Biểu đồ ROA của 10 DN mục tiêu.



Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của SCIC

Tương tự như ROE, chỉ số ROA của các công ty này cũng có biến động tương tự. Biểu đồ chỉ số ROA cho thấy VINATEX, Bánh phồng tôm Sa Giang có chỉ số

ROA tăng nhẹ qua các năm trong giai đoạn 2015 – 2019. Các công ty như VINAMILK, FPT Bảo hiểm Bảo Minh, SABECO, DOMESCO có chỉ số ROA ổn định qua các năm trong giai đoạn 2015 – 2019. Các công ty còn lại có chỉ số ROE giảm dần qua các năm trong giai đoạn 2015 – 2019 là Dược Hậu Giang, Nhựa Tiền Phong, TRAPHACO. Cụ thể: VINATEX có ROA trung bình qua các năm là 2,05%. Tức là một đồng tài sản của công ty sẽ tạo ra được bình quân 0,0205 đồng lợi nhuận trong giai đoạn 2015 – 2019. Bánh phồng tôm Sa Giang có ROA trung bình qua các năm là 17,32%. VINAMILK có ROA trung bình qua các năm là 29,68%, FPT có ROA trung bình qua các năm là 9,05%, Bảo hiểm Bảo Minh có ROA trung bình qua các năm là 3,06%, SABECO có ROA trung bình qua các năm là 19,84, DOMESCO có ROA trung bình qua các năm là 16,09%, Dược Hậu Giang có ROA trung bình qua các năm là 16,58%, Nhựa Tiền Phong có ROA trung bình qua các năm là 10,65%, TRAPHACO có ROA trung bình qua các năm là 13,43%.

Biểu đồ lợi nhuận thuần tính trên đầu người của 10 doanh nghiệp mục tiêu

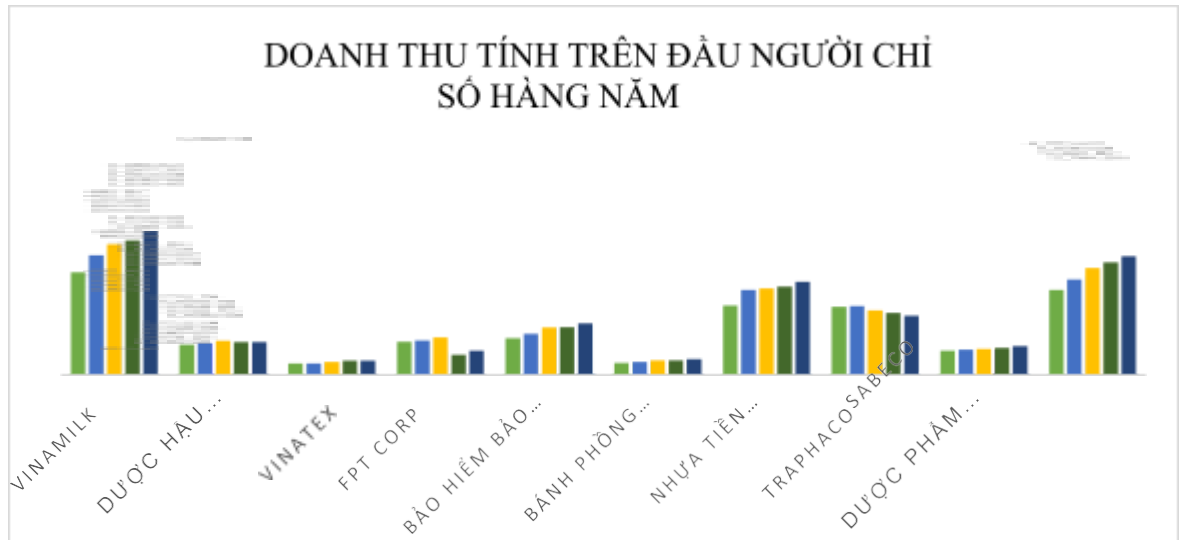


Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của SCIC

Biểu đồ cho thấy lợi nhuận thuần tính trên đầu người của các công ty như VINAMILK, FPT, DOMESCO, SABECO, VINATEX tăng dần qua các năm. Kết quả này cho thấy hiệu quả sử dụng lao động của các công ty trên. Bên cạnh đó, các công ty như Dược Hậu Giang, Bảo hiểm bảo minh, Bánh Phồng Tôm Sa Giang, Nhựa

Tiền phong có lợi nhuận thuần tính trên đầu người tương đối ổn định qua các năm trong giai đoạn 2015 – 2019. Trong 10 công ty được nghiên cứu, TRAPHACO có lợi nhuận thuần tính trên đầu người giảm dần qua các năm.

Biểu đồ doanh thu tính trên đầu người của 10 doanh nghiệp mục tiêu

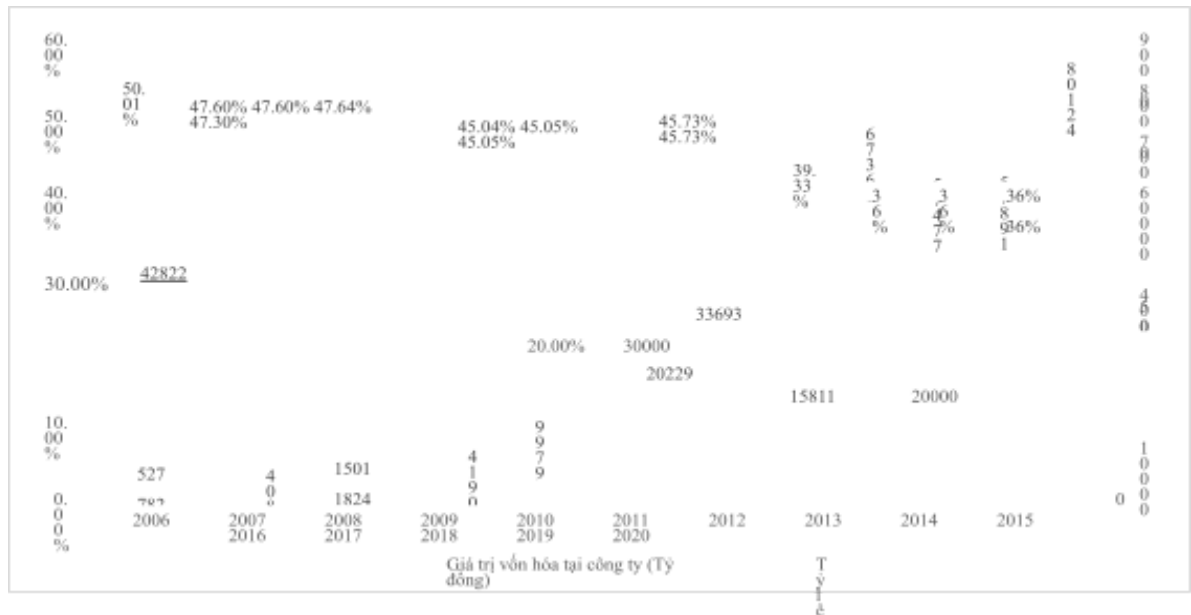


Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của SCIC

Tương tự như lợi nhuận thuần tính trên đầu người, biểu đồ cho thấy doanh thu tính trên đầu người của các công ty như VINAMILK, Bảo hiểm bảo minh, Bánh Phòng Tôm Sa Giang, Nhựa Tiền phong, DOMESCO, SABECO, VINATEX tăng dần qua các năm. Kết quả này cho thấy hiệu quả sử dụng lao động của các công ty trên. Bên cạnh đó, các công ty như Dược Hậu Giang, FPT có doanh thu tính trên đầu người tương đối ổn định qua các năm trong giai đoạn 2015 – 2019. Trong 10 công ty được nghiên cứu, TRAPHACO có doanh thu tính trên đầu người giảm dần qua các năm. Do đó, SCIC cần có chiến lược đầu tư phù hợp với từng mức sở hữu vốn nhà nước cũng như quy mô của doanh nghiệp lớn, vừa, nhỏ, qua cơ chế người đại diện, cơ chế quản trị hay hỗ trợ đầu tư.

Để minh họa, làm sâu sắc thêm vai trò của SCIC với các doanh nghiệp mục tiêu với các khoản đầu tư tiêu biểu, tác giả phân tích sâu kết quả hoạt động một số doanh nghiệp cụ thể như sau:

Biểu đồ tỷ lệ sở hữu nhà nước và giá trị vốn hóa của nhà nước tại Vinamilk.



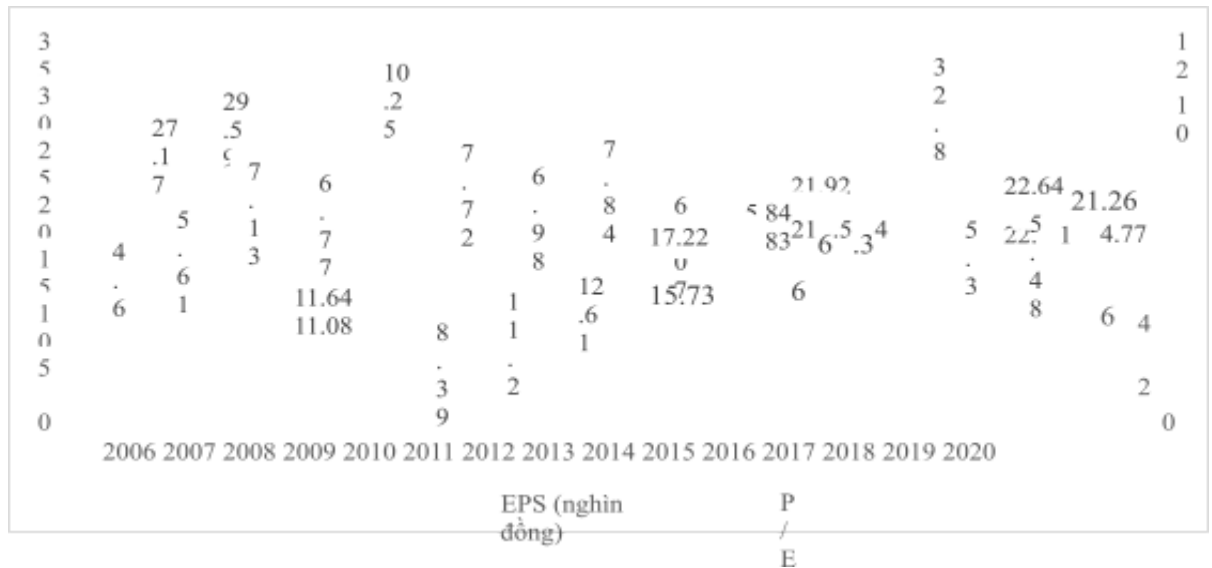
Nguồn: Cafef.vn

Tiêu biểu như Công ty cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk), lũy kế thu cổ tức về cho cổ đông Nhà nước đến nay đã đạt hơn 2.600 tỷ đồng (gấp hơn ba lần số vốn Nhà nước đầu tư ban đầu), tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) trung bình giai đoạn 2006 - 2020 đạt hơn 35%/năm. SCIC tiếp nhận vốn Nhà nước tại Vinamilk với giá trị vốn hóa của Nhà nước tại công ty năm 2007 là 782 tỷ đồng, chiếm tỷ lệ 47.60%. Từ khi tiếp nhận Vinamilk đến nay, SCIC đã đầu tư hiện hữu hơn 4.300 tỷ đồng vào Vinamilk. Vốn đầu tư hiện hữu của SCIC đã góp phần quan trọng giúp Vinamilk có được vị trí hàng đầu ngành Sữa trong nước cũng như trong khu vực như hiện nay. Tính đến 31/12/2020, tỷ lệ sở hữu của SCIC sau thoái vốn là 36% nhưng giá trị vốn hóa vốn Nhà nước tại công ty đạt trên 80.124 tỷ đồng, tương đương 3,5 tỷ USD. Tổng số cổ tức bằng tiền mặt đã thu về từ khi tiếp nhận là hơn 15.800 tỷ đồng. Đầu tư làm gia tăng giá trị vốn Nhà nước là tiền đề để SCIC thực hiện bán thành công 8,73% số cổ phần tại Vinamilk, thu về 20.276 tỷ đồng, gấp 29,7 lần giá vốn (Ngày 12/12/2016, SCIC đã thực hiện bán vốn thành công 5.4% số cổ phần, giá trị thu về là 11.286 tỷ đồng, gấp 28 lần so với giá vốn. Ngày 10/11/2017, SCIC đã thực hiện bán vốn thành công 3,33% số cổ phần, thu về 8.994 tỷ đồng, gấp 31,5 lần so với giá vốn).

Lũy kế năm 2017, doanh thu thuần của VNM đạt 51.041 tỷ đồng, tăng gần 9% so với cùng kỳ và lợi nhuận sau thuế đạt hơn 10.278 tỷ đồng, tăng gần 10% so với cùng kỳ. EPS cả năm đạt 6.355 đồng/cổ phiếu - tăng 524 đồng/cổ phiếu, lợi nhuận sau thuế hợp nhất năm 2017 tăng trưởng cao, tăng 8,88% so với cùng kỳ - trong đó doanh thu nội địa tăng trên 14%, lãi ròng 9.735 tỷ đồng. Lũy kế cả năm 2018, Vinamilk đạt

52.562 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 3% so với năm trước. Lợi nhuận sau thuế đạt xấp xỉ gần 10.206 tỷ đồng; lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 10.227,3 tỷ đồng, giảm nhẹ so với cùng kỳ, EPS đạt 5.295 đồng, lợi nhuận sau thuế 10.752 tỷ đồng, năm qua, Vinamilk chưa hoàn thành được các mục tiêu kinh doanh cả về doanh thu và lợi nhuận với tỷ lệ hoàn thành lần lượt là 94,7% và 94,92%. Về cơ cấu doanh thu, doanh thu nội địa tăng gần 1.175 tỷ đồng lên 44.747 tỷ đồng trong khi doanh thu từ nước ngoài cũng tăng thêm 346 tỷ đồng đạt 7.815 tỷ đồng. Lũy kế cả năm 2019, Vinamilk đạt 56.300 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 7,1% so với mức 52.600 tỷ của cùng kỳ, lợi nhuận trước thuế tăng 6,2% lên 12.800 tỷ và lợi nhuận ròng tăng 3,5% lên 10.581 tỷ đồng, tương ứng với EPS đạt 5.478 đồng. Tại thời điểm cuối năm 2019, Vinamilk đang nắm giữ 15.100 tỷ đồng tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn, tăng 4.900 tỷ đồng so với thời điểm đầu năm. Bên cạnh đó công ty còn có 200 tỷ đồng tiền gửi trên 1 năm. Năm 2020, doanh nghiệp sữa hàng đầu Việt Nam vẫn đặt mục tiêu tăng trưởng dương trong bối cảnh nền kinh tế chung đang chịu tác động mạnh vì Covid-19. Cụ thể, Vinamilk ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực trong quý I-2020 với doanh thu hợp nhất tăng trưởng 7,3% so với cùng kỳ 2019, đạt 14.153 tỷ đồng. Trong quý II- 2020, doanh thu nội địa và xuất khẩu công ty mẹ ước thực hiện tăng trưởng lần lượt 12% và 26% so với quý I-2020. Theo đó, doanh thu và lợi nhuận sau thuế hợp nhất ước thực hiện lũy kế sáu tháng đầu năm 2020 tăng trưởng lần lượt 7% và 3% so với cùng kỳ năm 2019. Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt tiếp tục được duy trì ở mức cao, đạt 74% lợi nhuận sau thuế trong năm tài chính 2019.

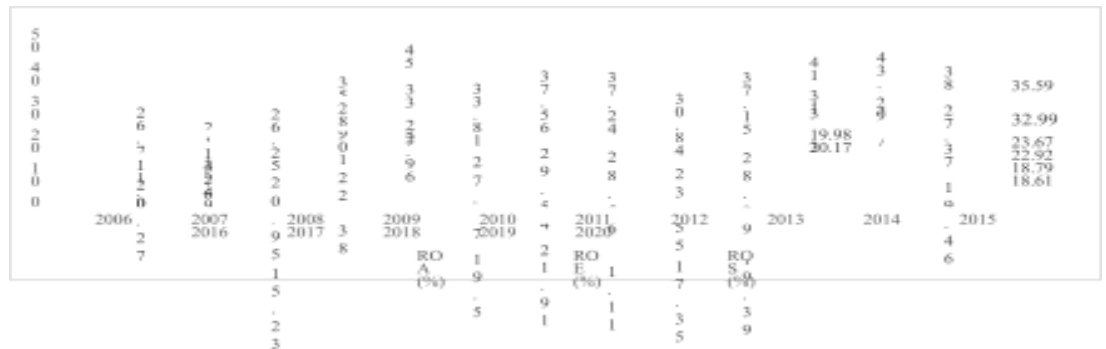
Biểu đồ Tỷ lệ P/E và EPS của công ty Vinamilk.



Nguồn: Cafef.vn

Trong giai đoạn 2006 – 2017, với sự hỗ trợ từ phía SCIC, công ty Vinamilk đã đạt mức tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu tăng từ 26,75% năm 2006 lên 43,13% năm 2017, mức bình quân trong giai đoạn này là 34,83%/năm. Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản cũng có mức tăng ấn tượng từ 20,27% năm 2006 lên 31,83% năm 2016 và 29,7% năm 2017, mức bình quân trong giai đoạn này là 26,59%/năm. Đây là các mức tỷ suất sinh lợi ấn tượng đối với những công ty trong lĩnh vực thực phẩm. Trong giai đoạn từ 2017 đến 2020, do ảnh hưởng của chiến tranh thương mại Mỹ Trung, bất ổn chính trị trên thế giới và dịch bệnh COVID-19 khiến nền kinh tế của các quốc gia đều bị ảnh hưởng, tỷ suất sinh lợi của công ty có sự điều chỉnh giảm so với các năm trước nhưng vẫn duy trì ở mức cao so với trung bình ngành.

Biểu đồ: ROA, ROE và ROS của công ty Vinamilk.

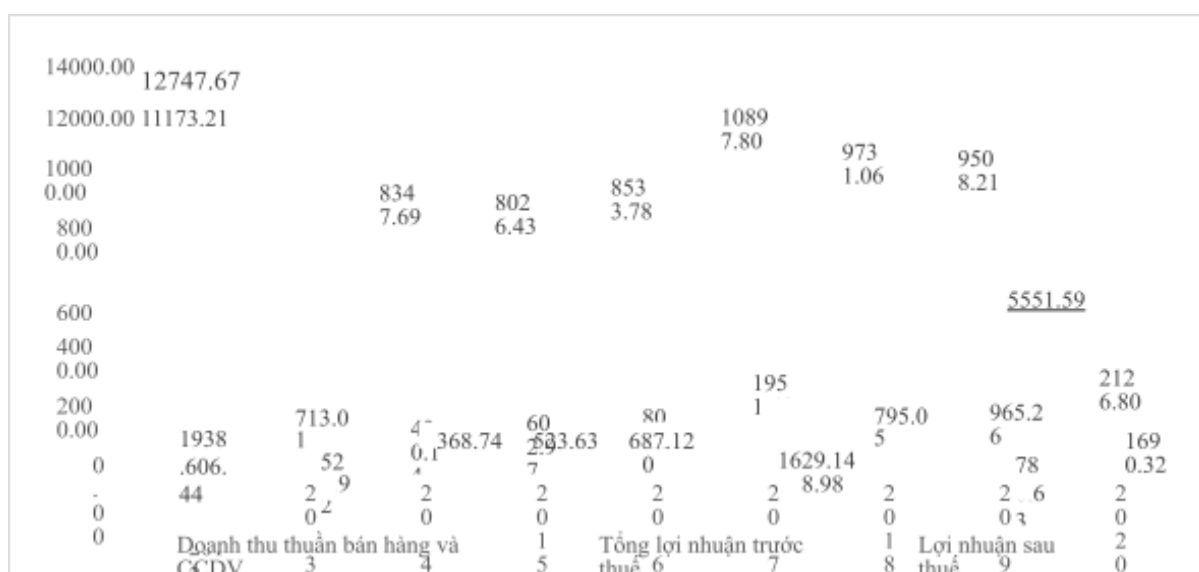


Nguồn: Cafef.vn

Tổng công ty cổ phần xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex): Thông qua đầu tư hiện hữu, SCIC đã triển khai tái cơ cấu, xử lý tồn tại, ổn định tình hình tài chính và nâng cao hiệu quả hoạt động của DN. Từ năm 2011, tỷ trọng các khoản phải thu ngắn hạn của Vinaconex chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tổng tài sản. Trong khi đó, tỷ trọng các khoản tiền và tương đương tiền ở mức rất thấp, chiếm dưới 7% tổng tài sản. Sang đến các năm 2012 thì cơ cấu tài sản của Vinaconex thay đổi rõ rệt, hàng tồn kho chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu tổng tài sản. Tỷ trọng các khoản phải thu ngắn hạn giảm còn khoảng 30%, đồng thời tỷ trọng tiền và các khoản tương đương tiền tăng. Năm 2012, DN gặp khó khăn trong hoạt động sản xuất kinh doanh và mất cân đối tài chính nghiêm trọng, SCIC đã đầu tư hơn 1.000 tỷ đồng mua cổ phần theo quyền mua của cổ đông hiện hữu, hỗ trợ việc phát hành tăng vốn của DN đảm bảo theo đúng lộ trình. Bên cạnh đó, thông qua việc áp dụng các chính sách hiệu quả về quản lý dòng tiền, quản lý bảo lãnh, thu hồi công nợ đã giúp cho tình hình tài chính của DN lành mạnh và ổn định. Kết quả là Vinaconex tránh khỏi nguy cơ phá sản, năm 2013-2014 kinh doanh có lãi, trả cổ tức 6%, giá cổ phiếu tăng từ 8.000 đồng/cổ phần (năm 2012) lên 21.500 đồng/cổ phần (Tháng 12/2017), ngày 22/11/2018, SCIC đã bán thành công cổ phần của Vinaconex với mức giá 21.300đ/CP, nhà đầu tư đã phải bỏ 7.367 tỷ đồng, cao hơn 2000 tỷ đồng so với giá khởi điểm mà SCIC công bố). Điều này cho thấy cơ cấu tài sản của Vinaconex đã được cải thiện theo hướng lành mạnh hơn. Năm 2018 doanh thu hợp nhất toàn tổng công ty đạt 10.084 tỷ đồng, bằng 84,4 % tổng doanh thu năm 2017. Lợi nhuận sau

thuế đạt 639 tỷ đồng. Tiếp nối những kết quả đạt được trong năm 2018, Công ty mẹ phần đầu đạt tổng doanh thu, lợi nhuận sau thuế lần lượt là 3.600 tỉ đồng và 650 tỉ đồng; bằng 115% và 110% so với thực hiện năm 2018; tỉ lệ cổ tức 12% và bằng 100% kế hoạch năm 2018. Về Hợp nhất toàn tổng công ty, năm 2019, các chỉ tiêu doanh thu, lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt là 10.100 tỉ đồng và 743 tỉ đồng; bằng 100,2% và 116% so với thực hiện năm 2018. Báo cáo tài chính kiểm toán hợp nhất năm 2019 của Vinaconex cho thấy, doanh thu thuần năm vừa qua của tổng công ty này giảm nhẹ 2,3% so với năm 2018, ở mức 9.508 tỷ đồng. Tuy nhiên, lợi nhuận trước thuế vẫn tăng 22%, đạt 965 tỷ đồng, cụ thể, tổng doanh thu hợp nhất năm 2019 đạt 9.891 tỉ đồng (hoàn thành 98% so với kế hoạch), lợi nhuận sau thuế hợp nhất năm 2019 đạt 787 tỉ đồng (hoàn thành 106% so với kế hoạch và tăng 23% so với thực hiện năm 2018).

4.11. Biểu đồ: Doanh thu bán hàng và CCDV, tổng lợi nhuận trước thuế, lợi nhuận sau thuế của công ty Vinaconex



Nguồn: Cafef.vn

Như vậy vai trò của SCIC đã thể hiện qua việc đầu tư vào các doanh nghiệp mục tiêu phần quan trọng phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh, làm gia tăng giá trị vốn Nhà nước hiệu quả cao và dẫn đầu thị trường. Bên cạnh đó SCIC cũng cần có

chiến lược đầu tư, cũng như đánh giá lại hiệu quả đầu tư với các doanh nghiệp chưa phát huy tốt nhất hiệu quả kinh doanh.

4.2. Thực trạng hiệu quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước ở Việt Nam

SCIC sau 15 năm hình thành và phát triển, mặc dù trong bối cảnh nền kinh tế thế giới và trong nước có nhiều biến động phức tạp, SCIC đã hình thành như một tổ chức kinh tế đặc thù hoạt động dưới mô hình một tổng công ty để triển khai phương thức quản lý vốn nhà nước, chuyển từ cơ chế hành chính sang phương thức đầu tư, kinh doanh vốn tiên tiến, góp phần đẩy nhanh tiến trình sắp xếp, đổi mới, nâng cao hiệu quả của DNNN. Thực tiễn chứng minh kết quả hoạt động của SCIC tiếp tục khẳng định chủ trương lớn, đúng đắn của Đảng và Nhà nước về đổi mới phương thức quản lý vốn nhà nước đầu tư vào doanh nghiệp. Trong quá trình đại diện chủ sở hữu vốn Nhà nước tại doanh nghiệp, mô hình SCIC đã thể hiện những thế mạnh hơn hẳn so với cơ chế chủ quản hành chính trước đây. Công tác quản trị doanh nghiệp và tái cơ cấu được SCIC thực hiện một cách chuyên nghiệp, bộ máy gọn nhẹ nhưng tính chuyên môn cao. Hoạt động đầu tư kinh doanh vốn của SCIC đạt được kết quả khá tốt, bảo toàn và phát triển vốn, các chỉ tiêu tăng trưởng liên tục, năm sau cao hơn năm trước. Mặc dù vậy, vẫn còn một số nghiên cứu chỉ ra những hạn chế của SCIC. Trong phần này, tác giả bình luận các số liệu thống kê và phân tích định lượng thông qua ước lượng các mô hình về đầu tư và hiệu quả đầu tư của các SWF. Tác giả cũng so sánh các mô hình đầu tư và hiệu quả hoạt động của SWF khác với SCIC để làm cơ sở đề xuất các giải pháp tăng cao hiệu quả của SCIC.

4.2.1. Thực trạng về quan hệ sở hữu SCIC tại các doanh nghiệp mục tiêu

Dựa trên cơ sở phân tổng quan nghiên cứu của chương 1 và cơ sở lý thuyết của chương 2, tác giả tập trung phân tích mô hình đầu tư SCIC, qua việc xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SCIC tại các doanh nghiệp mục tiêu và các tác động từ đầu tư, hiệu quả hoạt động của SCIC.

Vận dụng lý thuyết về quyền sở hữu, có thể thấy trong các mối quan hệ trong quá trình vận hành đều xuất hiện mâu thuẫn giữa hai bên SCIC và doanh nghiệp nhận đầu tư từ SCIC; cơ chế kiểm soát là cần thiết để giảm thiểu các xung đột lợi ích, đảm bảo vai trò của SCIC đồng thời phát huy sự chủ động của các doanh nghiệp mục tiêu. Trường hợp này ứng dụng cho các đại diện của SCIC với các doanh nghiệp mục tiêu, liên quan đến sự vận hành, cơ chế quản trị của SWF, SCIC, cần tăng tính hợp pháp và tính minh bạch, đảm bảo vốn được sử dụng cho các mục tiêu đầu tư sinh lời tốt, giải quyết các vấn đề về mức sở hữu của SCIC.

Nghiên cứu về mức sở hữu, kể từ khi thành lập đến nay SCIC đã tiếp nhận quyền đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại 1.068 doanh nghiệp với tổng giá trị vốn nhà nước gần 21.969 tỷ đồng (trong đó có 19 Tập đoàn, Tổng công ty đã cổ phần hóa), SCIC đã giải ngân đầu tư gần 28.500 tỷ đồng (đến 30/6/2019), tỷ suất lợi nhuận trên toàn danh mục đầu tư trong giai đoạn 2006 - 2019 đạt 13%. Lũy kế từ khi thành lập đến hết năm 2019, vốn chủ sở hữu của SCIC đạt trên 51.911 tỷ đồng; tổng tài sản đạt trên 55.828 tỷ đồng (theo giá trị sổ sách); vốn hóa thị trường đạt 146.512 tỷ đồng (khoảng 6.2 tỷ USD). So với thời điểm thành lập, doanh thu của SCIC tăng gấp 46,8 lần; lợi nhuận sau thuế tăng gấp 37,1 lần; vốn chủ sở hữu tăng gấp 14,2 lần; tổng tài sản tăng gấp 10,5 lần. Về công tác tiếp nhận quyền đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại doanh nghiệp, lũy kế từ năm 2018 – 2020, SCIC đã tiếp nhận quyền đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại 37 doanh nghiệp với tổng vốn nhà nước là 19.881 tỷ đồng. Trong đó có một số doanh nghiệp có quy mô lớn như: Tổng công ty Thủy sản Việt Nam – CTCP Seaprodex), Tập đoàn dệt may Việt Nam (Vinatex), Tổng công ty Thép Việt Nam (Vnsteel), Tổng công ty Sông Đà – CTP.

4.2.1.1. Thống kê mô tả sở hữu

Phần này tác giả so sánh tình hình sở hữu tại các doanh nghiệp mục tiêu, thông qua số liệu thống kê và mô hình định lượng. Số lượng các doanh nghiệp nghiên cứu bao gồm tất cả các doanh nghiệp niêm yết ở năm quốc gia là Trung Quốc, Pháp,

Singapore, Malaysia và Việt Nam. Số doanh nghiệp được mô tả cụ thể trong bảng 4.3 và thống kê về đặc điểm doanh nghiệp được thể hiện trong bảng 4.4.

Bảng 4.3. Số lượng các doanh nghiệp niêm yết trong mẫu nghiên cứu

Doanh nghiệp	Trung Quốc	Việt Nam	Malaysia	Singapore	Pháp
Nhận đầu tư SWF	517	61	215	52	38
Không nhận đầu tư SWF	1.015	670	715	536	572
Tổng	1.532	731	930	588	610

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu thu thập từ nguồn Thomson Reuters

Bảng 4.3 cho thấy tỷ lệ các doanh nghiệp nhận đầu tư của SCIC là 8,3%, so với các SWF khác thì cao hơn Pháp là 6,2%, gần bằng Singapre là 8,8%; trong khi đó của Trung Quốc là 33,7% là cao nhất và Malaysia là 23,1% là cao nhì. Như vậy, so với những SWF khác, SCIC vẫn chỉ mới đầu tư vào một phần nhỏ các doanh nghiệp niêm yết trong nước.

Bảng 4.4 và 4.5 cung cấp các số liệu thống kê về đặc điểm của các doanh nghiệp niêm yết. Theo đó, tại Trung Quốc, sở hữu trung bình của các SWF ở tất cả các công ty niêm yết là 0,4%, nhưng sở hữu trung bình ở các công ty có sở hữu của SWF là 3.1%. Ngoài ra, các doanh nghiệp có sở hữu của SWF trung bình lớn hơn, cơ hội tăng trưởng thấp hơn, và các chỉ số khác thì không chênh lệch nhiều. Trong khi đó, tại Pháp, trung bình sở hữu của SWF tại tất cả các công ty niêm yết là 0,33%, nhưng sở hữu trung bình của các công ty có sở hữu của SWF là 11,2%. Các công ty có sở hữu của SWF trung bình lớn hơn, ROA thấp hơn, cơ hội tăng trưởng cao hơn, nhiều tiền mặt hơn, và số lao động trên tài sản ít hơn.

Tại Singapore, trung bình sở hữu của SWF tại tất cả các công ty niêm yết là 1,86%, nhưng sở hữu trung bình của các công ty có sở hữu của SWF là 32,7%. Đây

là mức sở hữu tương đối cao, tạo điều kiện cho SWF Singapore có thể can thiệp vào các chiến lược của doanh nghiệp mục tiêu. Các công ty có sở hữu của SWF Singapore có quy mô lớn hơn trung bình khá nhiều, đòn bẩy tài chính cao hơn, ROA cao hơn, cơ hội tăng trưởng tốt hơn, tiền mặt ít hơn, và đặc biệt số lao động trên tài sản thấp hơn nhiều so với trung bình tất cả các doanh nghiệp.

Tại Malaysia, trung bình sở hữu của SWF là 1,43% trong tất cả các doanh nghiệp niêm yết, nhưng trung bình sở hữu tại các công ty có sở hữu của SWF là 11,4%. Các công ty có SWF sở hữu có quy mô lớn hơn, đòn bẩy cao hơn không đáng kể, ROA cao hơn, cơ hội tăng trưởng cao hơn. Cuối cùng, tại Việt Nam, trung bình mức sở hữu SWF ở tất cả các công ty niêm yết là 2,2%, nhưng SWF sở hữu trung bình 31,3% tại các công ty có sở hữu SWF. Các doanh nghiệp có sở hữu của SWF thường lớn hơn, ROA cao hơn, cơ hội tăng trưởng cao hơn, trong khi số lao động không chênh lệch nhiều so với toàn bộ công ty niêm yết.

Nhìn chung các doanh nghiệp có SWF sở hữu thường có quy mô lớn, cơ hội tăng trưởng cao hơn, ROA tốt hơn, đòn bẩy tài chính cao hơn, nhưng xu hướng đối với số lao động là không rõ ràng, trừ những SWF thuộc các quốc gia Pháp và Singapore có vẻ đầu tư vào các doanh nghiệp có ít lao động trên tài sản. Từ bảng 4.4 và 4.5, các SWF ở Singapore và Việt Nam có xu hướng sở hữu một số khá ít DN mục tiêu, nhưng lại sở hữu một lượng đáng kể cổ phần ở các DN mục tiêu này (trên 30%), có thể thấy đây sẽ là điều kiện tốt để các SWF này có thể gây sức ép đến ban giám đốc của DN mục tiêu. Do đó, có thể thấy SWF Singapore và Việt Nam có chiến lược đầu tư tập trung hơn là dàn trải. Đây là những nhận định đầu tiên dựa trên các số liệu thống kê, tác giả sẽ thực hiện bổ sung các hồi quy đa biến để xác định rõ ràng hơn về mặt thống kê các đặc điểm của DN mục tiêu mà các SWF thường lựa chọn.

Bảng 4.4. Thống kê mô tả cho toàn bộ doanh nghiệp niêm yết ở từng nước

Quốc gia	swf	size	lev	roa	grow	cash_asset	emp_asset
Trung Quốc	0.0040	20.3879	0.2410	0.0470	4.4289	0.1785	5.56E-06
Pháp	0.0033	19.5668	0.2072	-0.0170	2.1309	0.1801	4.30E-06
Malaysia	0.0143	18.4632	0.1786	0.0321	1.3634	0.1463	6.93E-06
Singapore	0.0186	18.7659	0.1989	0.0062	1.5125	0.1934	6.75E-06
Việt Nam	0.0220	17.2034	0.2189	0.0691	1.0034	0.1532	2.05E-05
Trung bình	0.0117	19.1203	0.2123	0.0312	2.3872	0.1698	6.76E-06

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu từ nguồn Thomson Reuters

Bảng 4.5 Thống kê mô tả cho các doanh nghiệp niêm yết có sở hữu của SWF ở từng nước

Quốc gia	swf	size	lev	roa	grow	cash_asset	emp_asset
Trung Quốc	0.031	20.806	0.256	0.048	3.851	0.179	5.10E-06
Malaysia	0.114	19.418	0.208	0.05	1.863	0.148	7.10E-06
Pháp	0.112	20.357	0.217	-0.103	2.736	0.281	2.60E-06
Singapore	0.327	21.026	0.267	0.052	2.304	0.129	3.20E-06
Việt Nam	0.313	17.269	0.204	0.098	1.269	0.149	2.10E-05
Trung bình	0.1794	19.7752	0.2304	0.029	2.4046	0.1772	7.8E-06

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu từ nguồn Thomson Reuters

4.2.1.2. Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SCIC và so sánh với các SWF

Ngoài những thống kê mô tả cho thấy SWF Singapore và Việt Nam có xu hướng đầu tư tập trung thay vì dàn trải, tác giả tiếp tục đánh giá những yếu tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SWF ở các doanh nghiệp mục tiêu, từ đó tiếp tục bình luận và so sánh các điểm tương đồng và khác biệt về chiến lược đầu tư của các SWF.

Các nhân tố ảnh hưởng mức sở hữu của SWF – mẫu toàn bộ SWF

Kết quả định lượng đối với mẫu gồm toàn bộ các SWF được trình bày trong bảng 4.6. P-value của kiểm định AR(2) là 0,283, và của kiểm định Hansen là 0,947, cho thấy biến công cụ sử dụng là phù hợp. Hệ số của biến trễ SWF là dương và có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy việc sử dụng mô hình động là phù hợp.

Quy mô của công ty mục tiêu có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê, cho thấy trung bình các SWF chọn các doanh nghiệp mục tiêu có quy mô lớn, phù hợp với giả thuyết cho rằng các công ty lớn có ý nghĩa kinh tế quan trọng đối với quốc gia.

Biến Đòn bẩy tài chính (Leverage) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy các SWF có xu hướng chọn những công ty có đòn bẩy tài chính thấp để làm giảm rủi ro.

Biến Hiệu quả doanh nghiệp (ROA) có hệ số dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Điều này có thể do mẫu gồm nhiều doanh nghiệp ở 5 quốc gia và các SWF có nhiều động cơ khác nhau trong việc đầu tư, dẫn đến biến ROA của mẫu toàn bộ doanh nghiệp không có ý nghĩa thống kê.

Biến Cash_asset có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy các SWF có thể quan tâm đến cơ chế quản trị, do đó đánh giá cao những doanh nghiệp mục tiêu có tỷ lệ tiền mặt thấp nhằm tránh các chi phí người đại diện liên quan đến việc giữ tiền mặt quá nhiều, đặc biệt là khi không có cơ hội tăng trưởng cao. Mặc dù tiền mặt đóng vai trò giúp thanh khoản công ty tốt hơn, từ đó giúp giảm chi phí dự phòng (precautionary cost), nhưng tiền mặt nhiều làm tăng chi phí cơ hội. Một lượng tiền mặt lớn trong tay các nhà quản lý có thể gây ra vấn đề đầu tư quá mức, điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực

đến hiệu suất của công ty. Lượng tiền mặt lớn còn dẫn đến khả năng bị sử dụng vào những dự án có lợi cho giám đốc, nhưng làm hại đến giá trị của doanh nghiệp.

Cuối cùng, biến *Emp_asset* có hệ số dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy các SWF dù đại diện cho nhà nước (có động cơ chăm lo cho lao động), nhưng vẫn phải đảm bảo thực hiện các quyết định đầu tư phù hợp. Do có những ràng buộc trái chiều như vậy nên ảnh hưởng ròng của biến *Emp_asset* không rõ ràng đến mức sở hữu của SWF.

Các SWF phi hàng hóa tập trung đầu tư vào doanh nghiệp mục tiêu thuộc các ngành Healthcare (Y tế) và Telecommunications (Viễn thông). Có thể thấy đây là các ngành có ý nghĩa quan trọng đối với nền kinh tế và có liên quan đến việc bảo vệ phúc lợi của người dân.

Các SWF phi hàng hóa có xu hướng đầu tư vào các doanh nghiệp mục tiêu trong nước có ít rủi ro liên quan đến đòn bẩy tài chính. Tiếp đến, SWF có xu hướng tập trung đầu tư vào các doanh nghiệp phục vụ lợi ích của người dân: các doanh nghiệp thuộc ngành Healthcare (Y tế) hoặc Telecommunications (Viễn thông), và yếu tố tỷ lệ nhân viên không có ý nghĩa thống kê.

Bảng 4.6. Kết quả định lượng cho mẫu toàn bộ doanh nghiệp mục tiêu

Swf	Coef.	Std. Err.	t	P>t
L1.swf	0.7725	0.0049	156.5900	0.0000
Size	0.0003	0.0001	2.6400	0.0080
Lev	-0.0028	0.0012	-2.3600	0.0180
Roa	0.0002	0.0005	0.4100	0.6810
Grow	0.0000	0.0000	-1.0000	0.3190



cash_asset	-0.0021	0.0011	-1.9400	0.0530
emp_asset	20.2577	16.8716	1.2000	0.2300
industrydum5	-0.0003	0.0004	-0.5800	0.5640
industrydum6	0.0001	0.0003	0.3800	0.7030
industrydum7	0.0022	0.0007	3.2500	0.0010
industrydum8	0.0005	0.0003	1.5500	0.1200
industrydum9	0.0001	0.0003	0.3900	0.6960
industrydum10	0.0247	0.0068	3.6400	0.0000
industrydum11	0.0009	0.0007	1.2600	0.2060
countrydum1	0.0001	0.0002	0.6600	0.5120
countrydum3	0.0020	0.0007	3.0900	0.0020
countrydum4	0.0046	0.0021	2.1900	0.0280
countrydum5	0.0018	0.0005	3.3700	0.0010
_cons	-0.0047	0.0019	-2.4100	0.0160
AR(2) test p-value	0.283			
Hansen test p-value	0.947			
No	13704			

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu mẫu.

Ghi chú: industry5: energy, industry6: Financials, industry 7: Healthcare, industry 8: industrials, industry 9: technology, industry 10: telecommunications, industry 11: utilities

Để có cơ sở so sánh cụ thể hơn với từng SWF, tác giả tiếp tục phân tích mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến mức đầu tư của SWF ở các doanh nghiệp mục tiêu, để từ đó so sánh, đúc kết kinh nghiệm cho Việt Nam.

Các nhân tố ảnh hưởng mức sở hữu của SWF tại Singapore

SWF ở Singapore (Temasek) ghi nhận các số liệu kinh doanh tương đối tích cực. Các chỉ số như lợi nhuận, vốn chủ sở hữu, tài sản đều ghi nhận sự gia tăng mang tính bền vững, không mang tính đột biến nhảy vọt như SCIC. Các chỉ số kinh doanh của Temasek cũng thể hiện năm 2015 là năm có hiệu quả kinh doanh tốt, so với những năm còn lại, tương tự SCIC. Đóng góp đối với xã hội thông qua thuế của Temasek cũng tăng từ 1,7 tỷ đô la Singapore lên 2,6 tỷ năm 2017. Dù đây thể hiện xu hướng tăng, nhưng vẫn khá thấp so với sự tăng trưởng của SCIC.

Kết quả định lượng đối với mẫu gồm toàn bộ dữ liệu được trình bày trong bảng 4.7. P-value của kiểm định AR(2) là 0,387, và của kiểm định Hansen là 0,984, cho thấy biến công cụ sử dụng là phù hợp. Hệ số của biến trễ SWF là dương và có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy việc sử dụng mô hình động là phù hợp.

Quy mô của công ty mục tiêu có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê, cho thấy trung bình các SWF chọn các doanh nghiệp mục tiêu có quy mô lớn, phù hợp với giả thuyết cho rằng các công ty lớn có ý nghĩa kinh tế quan trọng đối với quốc gia. Biến Leverage có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy SWF có xu hướng chọn những công ty có đòn bẩy tài chính thấp, có ít rủi ro.

Biến Grow có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê, và SWF Singapore cũng là SWF duy nhất đầu tư vào các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao. Đầu tư vào những công ty có cơ hội tăng trưởng cao có nhiều tiềm năng thu được lợi nhuận tốt, nhưng rủi ro cũng rất cao. Điều này cần kỹ năng, kinh nghiệm và sự tự tin của công

ty Temasek trong việc đầu tư vào các công ty này. Thực tế, Temasek Holdings (thành lập năm 1974) nằm trong số các SWF được thành lập sớm, vì thế kinh nghiệm đầu tư của công ty này cũng dày dặn hơn so với những SWF thành lập sau này.

Biến Cash_asset có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê. Các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng nhanh có thể cần giữ nhiều tiền mặt hơn cho các mục đích liên quan đến dự phòng (Precautionary purpose).

Biến ROA (và Cash_asset) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, phù hợp với nghiên cứu của Karpoff, Malatesta và Walking (1996), Chhaochharia và Laeven (2008), Kotter và Lel (2011) và Bernstein và cộng sự (2013), cho thấy SWF có minh bạch cao có xu hướng đầu tư vào các doanh nghiệp gặp khó khăn, có hiệu quả không tốt. Ngoài ra, Kotter và Lel (2011) cũng nhấn mạnh mối quan hệ này chỉ tồn tại ở các quốc gia mục tiêu có thị trường tài chính phát triển. Ở những thị trường này, các điều luật bảo vệ nhà đầu tư, chủ nợ có khuynh hướng được gia tăng, ngoài ra thị trường chứng khoán phát triển mạnh nên khả năng thanh khoản của cổ phiếu cũng tốt hơn. Nhờ đó, SWF có thể rút khỏi công ty mục tiêu với phí tổn thấp hơn.

Nghiên cứu của Heaney và cộng sự (2011) cho thấy Temasek Holdings có xu hướng đầu tư vào doanh nghiệp có ít sở hữu của ban giám đốc, và có cơ chế quản trị tốt (liên quan đến hội đồng quản trị, có cơ chế khen thưởng giám đốc dựa vào kết quả kinh doanh). Các nghiên cứu của Kotter và Lel (2011) và Heaney và cộng sự (2011) hàm ý rằng Temasek quan tâm đến tính minh bạch, tăng quản trị doanh nghiệp, và có xu hướng là nhà đầu tư có quản trị tốt.

Biến Emp_asset có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, vì vậy SWF Singapore có thể có ít quan tâm đến mặt giữ nhiều lao động ở doanh nghiệp mục tiêu. Cuối cùng, SWF Singapore đầu tư nhiều vào các ngành Industrials (Công nghiệp) và Technology (Công nghệ), là các ngành có xu hướng sản xuất ra các sản phẩm cụ thể (industrials).

Bảng 4.7. Kết quả định lượng cho mẫu doanh nghiệp mục tiêu ở Singapore

Swf	Coef.	Std. Err.	t	P>t
L1.swf	0.5169	0.0558	9.2600	0.0000
Size	0.0093	0.0026	3.5500	0.0010
Lev	-0.0399	0.0117	-3.4100	0.0010
Roa	-0.0572	0.0092	-6.2400	0.0000
grow	0.0003	0.0000	7.6900	0.0000
cash_asset	-0.0265	0.0152	-1.7400	0.0840
emp_asset	-4314.4330	849.7155	-5.0800	0.0000
industrydum5	0.0148	0.0100	1.4800	0.1420
industrydum6	-0.0011	0.0153	-0.0700	0.9440
industrydum7	-0.0230	0.0237	-0.9700	0.3350
industrydum8	0.0338	0.0165	2.0600	0.0420
industrydum9	0.0093	0.0086	1.0900	0.2790
industrydum10	0.2276	0.0276	8.2400	0.0000
industrydum11	0.0469	0.0445	1.0500	0.2940
_cons	-0.1462	0.0481	-3.0400	0.0030
AR(2) test	0.3870			
Hansen test	0.9840			
No	546			

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu mẫu. Ghi chú: industry5: energy, industry6: Financials, industry 7: Healthcare, industry 8: industrials, industry 9: technology, industry 10: telecommunications, industry 11: utilities.

Các nhân tố ảnh hưởng mức sở hữu của SWF tại Malaysia

Tiếp theo là bảng tổng hợp kết quả kinh doanh của Khazanah. Xu hướng về doanh thu và vốn chủ sở hữu của Khazanah khá tương đồng với SCIC, cùng với xu hướng gia tăng đến những năm 2014-2016, nhưng sau đó giảm dần. Lợi nhuận trước thuế của Khazanah có xu hướng giảm và đây là điều cần được cải thiện. Thuế cũng

được gia tăng qua các năm, nhưng cũng như kết quả kinh doanh không được khả quan, thuế cũng có lúc tăng lúc giảm.

Kết quả định lượng đối với mẫu gồm toàn bộ dữ liệu được trình bày trong bảng 4.8. P-value của kiểm định AR(2) là 0,193, và của kiểm định Hansen là 0,395, cho thấy biến công cụ sử dụng là phù hợp. Hệ số của biến trễ SWF là dương và có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy việc sử dụng mô hình động là phù hợp.

Quy mô của công ty mục tiêu có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê, cho thấy trung bình SWF Malaysia (Khazanah Nasional Berhad) chọn các doanh nghiệp mục tiêu có quy mô lớn, phù hợp với giả thuyết cho rằng các công ty lớn có ý nghĩa kinh tế quan trọng đối với quốc gia. Biến Leverage có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy SWF có xu hướng chọn những công ty có đòn bẩy tài chính thấp, có ít rủi ro. Biến Grow có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy SWF tập trung vào các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp, do đó cũng có ít rủi ro.

Biến Cash_asset có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy SWF Malaysia tập trung vào các doanh nghiệp có tỷ lệ tiền mặt thấp. Điều này giúp xử lý chi phí người đại diện khi doanh nghiệp có ít cơ hội tăng trưởng, nhưng lại ít vay nợ nên chi phí người đại diện sẽ cao liên quan đến các trường hợp đầu tư quá mức, gây thiệt hại đến giá trị doanh nghiệp mục tiêu.

Tiếp theo, các doanh nghiệp mục tiêu có SWF Malaysia đầu tư có xu hướng đầu tư vào những doanh nghiệp có tỷ lệ người lao động thấp hơn. Các doanh nghiệp thuộc ngành có trình độ công nghệ cao và những ngành then chốt ảnh hưởng đến cuộc sống của người dân đều được quan tâm đầu tư, như Telecommunications (Viễn thông), Healthcare (Y tế) và Utilities (Tiện ích) cũng là đối tượng được quan tâm, càng phù hợp với hàm ý SWF quan tâm đến phúc lợi của người dân. Các ngành khác như Financials (Tài chính), Technology (Công nghệ) cũng được ưu tiên đầu tư.

SWF Malaysia có xu hướng đầu tư vào những doanh nghiệp có rủi ro thấp và có hiệu quả cao. Ngoài ra, SWF Malaysia tập trung đầu tư vào những doanh nghiệp có ít người lao động hơn. Đây là những chiến lược đầu tư tương đồng với SCIC. Tuy

nhiên, khác với SCIC, đối với ngành đầu tư thì SWF Malaysia chọn các DN có công nghệ cao, thể hiện khả năng và kinh nghiệm quản lý đầu tư vào các lĩnh vực này.

Bảng 4.8: Kết quả định lượng cho mẫu doanh nghiệp mục tiêu ở Malaysia

Swf	Coef.	Std. Err.	t	P>t
L1.swf	0.9512	0.0003	3247.4900	0.0000
Size	0.0005	0.0001	9.1400	0.0000
Lev	-0.0224	0.0004	-63.1500	0.0000
Roa	0.0328	0.0006	52.2400	0.0000
grow	-0.0002	0.0000	-47.2800	0.0000
cash_asset	-0.0034	0.0003	-12.8300	0.0000
emp_asset	-293.4980	3.3204	-88.3900	0.0000
industrydum5	0.0004	0.0003	1.0400	0.2980
industrydum6	0.0032	0.0003	9.2500	0.0000
industrydum7	0.0040	0.0004	10.6000	0.0000
industrydum8	0.0009	0.0002	4.6000	0.0000
industrydum9	0.0011	0.0004	2.8300	0.0050
industrydum10	0.0104	0.0002	47.8100	0.0000
industrydum11	0.0022	0.0003	7.4200	0.0000
_cons	-0.0050	0.0011	-4.5200	0.0000
AR(2) test	0.193			
Hansen test	0.395			
No	869			

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu mẫu.

Ghi chú: industry5: energy, industry6: Financials, industry 7: Healthcare, industry 8: industrials, industry 9: technology, industry 10: telecommunications, industry 11: utilities.

Các nhân tố ảnh hưởng mức sở hữu của SWF tại Trung Quốc

Luận án cũng phân tích thêm kết quả kinh doanh của CIC, một SWF ở Trung Quốc với các số liệu có thể thu thập được từ 2014 đến 2018. Cũng như Khazanah, các số liệu về lợi nhuận của CIC tăng giảm liên tục, nên cũng không phản ánh được xu hướng bền vững trong hiệu quả đầu tư. Lợi nhuận trước thuế của CIC giảm gần 50% từ năm 2017 đến 2018, còn gần 64 tỷ USD.

Kết quả định lượng đối với mẫu gồm toàn bộ dữ liệu được trình bày trong bảng 4.9. P-value của kiểm định AR(2) là 0,380, và của kiểm định Hansen là 0,878, cho thấy biến công cụ sử dụng là phù hợp. Hệ số của biến trễ SWF là dương và có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy việc sử dụng mô hình động là phù hợp.

Quy mô của công ty mục tiêu có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê, cho thấy trung bình các SWF chọn các doanh nghiệp mục tiêu có quy mô lớn, phù hợp với giả thuyết cho rằng các công ty lớn có ý nghĩa kinh tế quan trọng đối với quốc gia.

Biến Leverage có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy SWF Trung Quốc cũng có xu hướng chọn những công ty có đòn bẩy tài chính thấp để giảm rủi ro.

Tương tự với kết quả định lượng với mẫu gồm toàn bộ doanh nghiệp, các biến ROA và Grow không có ý nghĩa thống kê đối với quyết định đầu tư của SWF Trung Quốc.

Cuối cùng, khác với xu hướng trung bình của toàn bộ mẫu như ở bảng 4, biến Emp_asset có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê trong bảng 5. Điều này cho thấy SWF Trung Quốc có mục tiêu đảm bảo lợi ích cho người lao động thông qua việc chọn đầu tư vào những doanh nghiệp có tỷ lệ lao động cao.

Cùng với xu hướng của biến Emp_asset (hệ số dương), ROA và Grow (không có ý nghĩa thống kê), hàm ý SWF Trung Quốc có thể chịu nhiều trách nhiệm, trong đó có trách nhiệm đảm bảo lợi ích của người lao động, thống nhất với lý thuyết các đối tượng có liên quan (Stakeholder theory). Dyck và Morse (2011) cho thấy rằng một phần của danh mục đầu tư SWF được định hướng theo hướng phát triển của các quốc gia trong nước, cho thấy quyết định đầu tư của SWF bị bóp méo bởi những cân nhắc chính trị. Cuối cùng, SWF Trung Quốc chú trọng đến ngành Industrials (Công nghiệp) của doanh nghiệp mục tiêu.

Bảng 4.9: Kết quả định lượng cho mẫu doanh nghiệp mục tiêu ở Trung Quốc

Swf	Coef.	Std. Err.	t	P>t
L1.swf	0.6946	0.0043	160.2000	0.0000
Size	0.0000	0.0000	4.0200	0.0000
Lev	-0.0001	0.0001	-1.8200	0.0680
Roa	0.0000	0.0000	1.4900	0.1360
Grow	0.0000	0.0000	0.6000	0.5490
cash_asset	-0.0001	0.0000	-1.6900	0.0910
emp_asset	8.4387	2.9493	2.8600	0.0040
industrydum5	0.0002	0.0002	1.5700	0.1160
industrydum6	0.0000	0.0001	0.4400	0.6610
industrydum7	0.0000	0.0001	0.0000	0.9970
industrydum8	0.0001	0.0001	2.0700	0.0380
industrydum9	0.0000	0.0001	-0.6500	0.5140
industrydum10	-0.0002	0.0003	-0.5300	0.5940
industrydum11	0.0001	0.0002	0.6400	0.5230
_cons	-0.0009	0.0002	-3.7400	0.0000
AR(2) test	0.38			
Hansen test	0.878			
No	6252			

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu mẫu. Ghi chú: industry5: energy, industry6: Financials, industry 7: Healthcare, industry 8: industrials, industry 9: technology, industry 10: telecommunications, industry 11: utilities.

Các nhân tố ảnh hưởng mức sở hữu của SWF tại Pháp

Kết quả định lượng đối với mẫu gồm toàn bộ dữ liệu được trình bày trong bảng 4.10. P-value của kiểm định AR(2) là 0,191, và của kiểm định Hansen là 0,128, cho thấy biến công cụ sử dụng là phù hợp. Hệ số của biến trễ SWF là dương và có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy việc sử dụng mô hình động là phù hợp.

Quy mô của công ty mục tiêu có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê, cho thấy trung bình các SWF chọn các doanh nghiệp mục tiêu có quy mô lớn, phù hợp với giả thuyết cho rằng các công ty lớn có ý nghĩa kinh tế quan trọng đối với quốc gia.

Biến Leverage có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy SWF có xu hướng chọn những công ty có đòn bẩy tài chính thấp, có ít rủi ro.

Biến Grow có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy SWF tập trung vào các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp, do đó cũng có ít rủi ro.

Biến Cash_asset có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy SWF Pháp tập trung vào các doanh nghiệp có tỷ lệ tiền mặt thấp. Các doanh nghiệp mà SWF Pháp lựa chọn là những doanh nghiệp lớn, ở giai đoạn bão hòa nên cơ hội tăng trưởng không cao, do đó tỷ lệ Cash_asset thấp, phù hợp với việc xử lý chi phí người đại diện ở những doanh nghiệp này.

Tương tự như kết quả cho các doanh nghiệp Singapore, biến ROA (và Cash_asset) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, phù hợp với nghiên cứu của Karpoff, Malatesta và Walking (1996), Chhaochharia và Laeven (2008), Kotter và Lel (2011) và Bernstein và cộng sự (2013) cho thấy SWF có xu hướng đầu tư vào các doanh nghiệp gặp khó khăn, có hiệu quả không tốt, đặc biệt là SWF có minh bạch cao. Tiếp theo, các doanh nghiệp mục tiêu có SWF Pháp đầu tư có xu hướng đầu tư vào những doanh nghiệp có tỷ lệ người lao động thấp hơn. Một lần nữa, biến ROA âm và có ý nghĩa thống kê đối với mẫu gồm các doanh nghiệp ở Pháp, một quốc gia có thị trường tài chính phát triển cho thấy độ thống nhất cao với kết quả của Kotter và Lel (2011).

Doanh nghiệp thuộc các ngành Energy (Năng lượng), Financials (Tài chính), Healthcare (Y tế), Technology (Công nghệ), Telecommunications (Viễn thông) được ưu tiên đầu tư. Có thể thấy đây là những ngành công nghệ cao, đòi hỏi những kinh nghiệm quản lý chuyên nghiệp đối với các ngành đặc thù như vậy.

Bảng 4.10. Kết quả định lượng cho mẫu toàn bộ doanh nghiệp mục tiêu ở Pháp

Swf	Coef.	Std. Err.	t	P>t
L1.swf	0.7880	0.0001	13000.0000	0.0000
Size	0.0000	0.0000	2.5600	0.0110
Lev	-0.0016	0.0000	-53.3700	0.0000
Roa	-0.0005	0.0000	-17.8500	0.0000
grow	0.0000	0.0000	-58.2400	0.0000
cash_asset	-0.0054	0.0001	-87.3000	0.0000
emp_asset	-1.3555	1.9656	-0.6900	0.4910
industrydum5	0.0022	0.0002	11.0200	0.0000
industrydum6	0.0002	0.0001	1.9000	0.0580
industrydum7	0.0022	0.0001	34.8000	0.0000
industrydum8	0.0001	0.0000	2.5100	0.0120
industrydum9	0.0005	0.0001	6.6300	0.0000
industrydum10	0.0124	0.0005	25.3300	0.0000
industrydum11	0.0000	0.0002	-0.1300	0.9000
_cons	0.0006	0.0002	3.6600	0.0000
AR(2) test	0.191			
Hansen test	0.128			
No	4,294			

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu mẫu. Ghi chú: industry5: energy, industry6: Financials, industry 7: Healthcare, industry 8: industrials, industry 9: technology, industry 10: telecommunications, industry 11: utilities.

Các nhân tố ảnh hưởng mức sở hữu của SWF tại Việt Nam

Sau khi tìm hiểu các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của các SWF nói chung, tác giả đi sâu đánh giá chiến lược đầu tư của riêng SCIC, sau đó so sánh với chiến lược của các SWF khác.

Kết quả định lượng đối với mẫu gồm toàn bộ dữ liệu được trình bày trong bảng 4.11. P-value của kiểm định AR(2) là 0,498, và của kiểm định Hansen là 0,347, cho thấy biến công cụ sử dụng là phù hợp. Hệ số của biến trễ SWF là dương và có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy việc sử dụng mô hình động là phù hợp.

Quy mô của công ty mục tiêu có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê, cho thấy trung bình các SWF chọn các doanh nghiệp mục tiêu có quy mô lớn, phù hợp với giả thuyết cho rằng các công ty lớn có ý nghĩa kinh tế quan trọng đối với quốc gia.

Biến Leverage có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy SCIC có xu hướng chọn những công ty có đòn bẩy tài chính thấp, có ít rủi ro.

Biến Grow có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy SCIC tập trung vào các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp, do đó cũng có ít rủi ro. Điều này cũng hàm ý sự giới hạn trong kinh nghiệm và kỹ năng quản lý của SCIC trong việc đầu tư vào các doanh nghiệp mục tiêu có mức tăng trưởng cao.

Biến Cash_asset có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy SCIC tập trung vào các doanh nghiệp có tỷ lệ tiền mặt thấp, vì đây là một kênh để làm giảm chi phí người đại diện, giảm chi phí do động cơ dự phòng.

Tuy nhiên, do biến ROA cũng có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê nên cũng thống nhất với hàm ý rằng các doanh nghiệp mà SCIC lựa chọn là những doanh nghiệp lớn, ở giai đoạn bão hòa, giữ tiền mặt ít và hiệu quả tốt (ROA cao). Trong khi đó, theo Amar và cộng sự (2018), các SWF ở các quốc gia Vùng Vịnh đầu tư vào các công ty nước ngoài không quan tâm đến những đặc điểm tài chính, cũng như tìm kiếm lợi nhuận có thể không phải là mục tiêu chính.

Lợi nhuận đạt được từ đầu tư chung tăng lên thì rủi ro cũng tăng lên. Đây là một trong những giả định cơ bản của lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại liên quan đến tất cả các loại chiến lược đầu tư. Tăng lợi nhuận hoặc giảm rủi ro được kích hoạt bằng cách phân bổ các khoản đầu tư vào các loại tài sản khác nhau cho một danh mục đầu tư cân bằng (Daniel và cộng sự, 2001). Như vậy, phù hợp với lý thuyết quản trị

tài chính, do có ít cơ hội đa dạng hóa vì chỉ đầu tư ở trong nước, SCIC có xu hướng chọn các doanh nghiệp có ít rủi ro.

Tiếp theo, các doanh nghiệp mục tiêu có SCIC đầu tư có xu hướng sử dụng ít lao động hơn. Điều này hàm ý SCIC có thể ít quan tâm đến mục tiêu xử lý việc làm. Điều này cũng phù hợp với nghiên cứu của JICA (2014) và định hướng mới cho SCIC là tổ chức đầu tư chuyên nghiệp hơn, tránh liên quan đến các nhiệm vụ xã hội.

SCIC đầu tư nhiều vào ngành Healthcare (Y tế) và Utilities (Tiện ích). Tuy nhiên, các ngành Tài chính, Công nghiệp, Công nghệ cao, Viễn Thông lại không được quan tâm đầu tư, cho thấy SCIC có thể bị hạn chế về các kinh nghiệm quản lý cần thiết ở các ngành này.

Bảng 4.11. Kết quả định lượng cho mẫu doanh nghiệp mục tiêu ở Việt Nam

Swf	Coef.	Std. Err.	t	P>t
L1.swf	0.8454	0.0003	2910.05	0.0000
Size	0.0017	0.0000	35.9100	0.0000
Lev	-0.0343	0.0002	-195.1700	0.0000
Roa	0.0261	0.0003	99.8300	0.0000
grow	-0.0008	0.0000	-80.9400	0.0000
cash_asset	-0.0130	0.0002	-72.6700	0.0000
emp_asset	-79.2753	2.4239	-32.7100	0.0000
industrydum5	-0.0045	0.0001	-62.0900	0.0000
industrydum6	-0.0063	0.0002	-34.9500	0.0000
industrydum7	0.0135	0.0002	67.4900	0.0000
industrydum8	-0.0038	0.0002	-17.7100	0.0000
industrydum9	-0.0038	0.0004	-8.9300	0.0000
industrydum10	0.0000 (omitted)			
industrydum11	0.0036	0.0001	26.0800	0.0000
_cons	-0.0165	0.0009	-18.3700	0.0000

AR(2) test	0.498
Hansen test	0.347
No	1,743

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu mẫu.

Ghi chú: industry5: energy, industry6: Financials, industry 7: Healthcare, industry 8: industrials, industry 9: technology, industry 10: telecommunications, industry 11: utilities.

4.2.1.3. So sánh chiến lược sở hữu SCIC với các SWF

SCIC có xu hướng đầu tư vào những doanh nghiệp mục tiêu có rủi ro thấp, có tỷ lệ tiền mặt thấp nên giúp xử lý chi phí người đại diện, giúp tạo hiệu quả cao hơn. Cụ thể, SCIC có cùng xu hướng với các SWF trong việc lựa chọn những doanh nghiệp mục tiêu có quy mô lớn, thể hiện vai trò đầu tàu trong nền kinh tế. Tiếp theo, SCIC cũng có xu hướng giống các SWF trong việc chọn các doanh nghiệp có nợ thấp, để giảm rủi ro. Ngoài ra, các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp cũng thường được chọn, có thể do các doanh nghiệp này có ít rủi ro hơn so với các đơn vị khác. Ngoài ra, SCIC cũng tương đồng với các SWF khi lựa chọn các doanh nghiệp có mức giữ tiền thấp, để giảm chi phí người đại diện và nâng cao hiệu quả công ty. Cuối cùng, SCIC cũng có xu hướng chọn các doanh nghiệp có ít lao động, thể hiện sự quan tâm nhiều hơn đến hiệu quả tài chính so với nhu cầu giải quyết việc làm.

4.2.2. Thực trạng hiệu quả tài chính của SCIC

Theo lý thuyết các bên liên quan và lý thuyết người đại diện, quá trình vận hành của công ty đầu tư vốn nhà nước có nhiều đối tượng liên quan. Trong đó, công dân của một quốc gia là người đóng thuế và cũng là chủ của nguồn dự trữ ngoại hối của quốc gia. Vì thế, các công dân của một quốc gia cũng chính là chủ sở hữu của SWF và SWF cần hoạt động vì lợi ích chung của quốc gia, trong đó có lợi ích của chính công dân quốc gia đó. Ngoài ra, SWF cũng có nghĩa vụ bảo toàn nguồn vốn cho quốc gia, chính là hiệu quả tài chính.

Chỉ tiêu phản ánh hiệu quả đo lường hiệu quả hoạt động kinh doanh là tỷ suất sinh lời trên tài sản ROA và tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE đã được nhiều nhà nghiên cứu sử dụng (Demsetz & Lehn, 1985; Gorton & Rosen, 1995; Mehran, 1995) và trong thực tiễn, các nhà quản lý doanh nghiệp thường sử dụng những chỉ tiêu tài chính này để đo lường và cải thiện hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Ngoài ra, các chỉ tiêu tài chính khác được sử dụng đánh giá hiệu quả tài chính như chỉ số thị giá trên thư giá (Price-to-book ratio - PTB).

4.2.2.1. Hiệu quả tài chính của SWF với mẫu gồm toàn bộ doanh nghiệp

Bảng 4.12 thể hiện kết quả ước lượng sử dụng mẫu gồm toàn bộ năm SWF khi ROA là biến phụ thuộc. Kết quả cho thấy SWF có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê ở các phân vị cao của biến phụ thuộc (từ phân vị 50 đến 90). Kết quả này thống nhất với giả thuyết SWF chỉ có tác động tích cực đối với những doanh nghiệp mục tiêu có hiệu quả cao, vì các doanh nghiệp này là các tổ chức được ưu tiên lựa chọn, do đó giúp tăng nguồn vốn cần thiết cho doanh nghiệp. Điều này đặc biệt ý nghĩa với những công ty ở những thị trường non trẻ, nhận được đầu tư của các SWF giúp tháo gỡ các hạn chế tài chính. Hơn nữa, các SWF có thể có thời hạn đầu tư dài hơn so với những công ty quản lý quỹ thông thường, nên nguồn vốn ổn định, giúp các doanh nghiệp tự tin hoạch định cơ hội đầu tư.

Tuy nhiên, việc SWF không có tác động đến các doanh nghiệp có hiệu quả thấp cho thấy SWF không có đủ kinh nghiệm và kỹ năng quản lý để có thể vực dậy các doanh nghiệp đang gặp khó khăn về hiệu quả hoạt động. Các nghiên cứu như Kotter và Lel (2011) và Bernstein và cộng sự (2013) cho thấy tầm quan trọng của các SWF có độ minh bạch cao, như Temasek Holdings. Đây cũng là những SWF có kinh nghiệm đầu tư tốt, thường chọn các doanh nghiệp gặp khó khăn để cải thiện hiệu quả của các doanh nghiệp này về sau.

Bảng 4.12. Hiệu quả tài chính theo ROA – mẫu toàn bộ

	q10		q25		q50		q75		q90	
swf	0.012		0.016		0.037	**	0.042	**	0.039	*
	(0.018)		(0.011)		(0.016)		(0.018)		(0.022)	
size	0.02	***	0.01	***	0.005	***	0.001		-0.004	***
	(0.001)		(0.001)		(0.001)		(0.001)		(0.001)	
lev	-0.111	***	-0.075	***	-0.077	***	-0.103	***	-0.124	***
	(0.012)		(0.005)		(0.004)		(0.005)		(0.007)	
assetgr	0.000	***	0.000	***	0.000	***	0.000		0.000	***
	(0.000)		(0.000)		(0.000)		(0.000)		(0.000)	
cash_asset	-0.022		0.002		0.038	***	0.062	***	0.107	***
	(0.016)		(0.009)		(0.007)		(0.009)		(0.014)	
industry_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
country_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
year_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
_cons	-0.482	***	-0.309	***	-0.064	***	0.069	***	0.227	***
	(0.032)		(0.055)		(0.023)		(0.013)		(0.015)	
Số QS	28680		28680		28680		28680		28680	

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu. *, **, *** thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, và 1%.

Bảng 4.13 thể hiện kết quả ước lượng sử dụng mẫu gồm toàn bộ năm SWF khi ROE là biến phụ thuộc. Kết quả cho thấy SWF có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê ở các phân vị cao của biến phụ thuộc (từ phân vị 50 đến 75). Kết quả này một lần nữa thống nhất với giả thuyết SWF chỉ có tác động tích cực đối với những doanh nghiệp mục tiêu có hiệu quả cao, vì các doanh nghiệp này là các tổ chức được ưu tiên lựa chọn, do đó giúp tăng nguồn vốn cần thiết cho doanh nghiệp. Điều này đặc biệt ý nghĩa với những công ty ở những thị trường non trẻ, nhận được đầu tư của các SWF giúp giảm các hạn chế tài chính. Hơn nữa, các SWF có thể có thời hạn đầu tư dài hơn so với những công ty quản lý quỹ thông thường, nên nguồn vốn ổn định, giúp các doanh nghiệp tự tin hoạch định các cơ hội đầu tư. Tuy nhiên, ở phân vị 90 tác động của SWF không còn ý nghĩa thống kê, thể hiện hàm ý khi doanh nghiệp mục

tiêu đã có hiệu quả cao (ROE quá cao) thì khả năng tiếp tục đóng góp của SWF nhằm cải thiện hiệu quả của các doanh nghiệp này bị giới hạn.

Ngoài ra, thống nhất với kết quả ở bảng 4.12, việc SWF không có tác động đến các doanh nghiệp có hiệu quả thấp cho thấy SWF không có đủ kinh nghiệm và kỹ năng quản lý để có thể vực dậy các doanh nghiệp đang gặp khó khăn về hiệu quả hoạt động. Các nghiên cứu như Kotter và Lel (2011) và Bernstein và cộng sự (2013) cho thấy tầm quan trọng của các SWF có độ minh bạch cao, như Temasek Holdings. Đây cũng là những SWF có kinh nghiệm đầu tư tốt, thường chọn các doanh nghiệp gặp khó khăn để cải thiện hiệu quả của các doanh nghiệp này về sau.

Bảng 4.13. Hiệu quả tài chính theo ROE – mẫu toàn bộ

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu. *, **, *** thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, và 1%. Bảng 4.14 thể hiện kết quả ước lượng sử dụng mẫu gồm toàn bộ năm SWF khi

PTB là biến phụ thuộc. Kết quả lần này cho thấy SWF có tác động tích cực đến hiệu

quả tài chính của doanh nghiệp mục tiêu ở tất cả các phân vị từ thấp đến cao. Mặc dù vậy, ở phân vị thấp, hệ số tác động nhỏ hơn so với ở những phân vị cao hơn, thể hiện thống nhất với giả thuyết SWF có tác động tích cực hơn với những doanh nghiệp có hiệu quả tốt hơn.

Do hệ số tác động của SWF đến PTB đều dương và có ý nghĩa thống kê, cho thấy các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán đánh giá cao sự tham gia của SWF vào doanh nghiệp mục tiêu. Kết quả này thống nhất với Kotter và Lel (2011), Megginson và cộng sự (2013), và Fernandez (2014) về tác động của SWF khi đầu tư vào các doanh nghiệp mục tiêu. Kết quả này cũng thể hiện sự khác biệt giữa hiệu quả thể hiện bằng thước đo kế toán và thị trường: dù hiệu quả về mặt kế toán không được cải thiện ở những doanh nghiệp có ROA/ROE thấp, sự tham gia đầu tư của SWF vẫn được chào đón bởi các nhà đầu tư trên thị trường, thể hiện uy tín và gia tăng hiện diện của doanh nghiệp mục tiêu.

Bảng 4.14. Hiệu quả tài chính theo PTB – mẫu toàn bộ

	q10		q25		q50		q75		q90	
swf	0.356	**	0.664	***	0.927	***	1.346	***	1.853	**
	(0.140)		(0.130)		(0.187)		(0.477)		(0.826)	
size	0.01		-0.008		-0.029	***	-0.08	***	-0.188	***
	(0.007)		(0.007)		(0.009)		(0.014)		(0.030)	
lev	-0.21	***	-0.106	**	-0.033		0.108		0.601	**
	(0.051)		(0.045)		(0.060)		(0.124)		(0.283)	
assetgr	0.000	***	0.000	***	0.000	***	0.000	***	0.000	***
	(0.000)		(0.000)		(0.000)		(0.000)		(0.000)	
cash_asset	0.32	***	0.496	***	0.906	***	1.805	***	3.82	***
	(0.041)		(0.055)		(0.089)		(0.180)		(0.638)	
industry_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
country_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
year_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
_cons	0.078		0.446	***	0.835	***	2.019	***	3.867	***
	(0.125)		(0.121)		(0.205)		(0.246)		(0.582)	
Số QS	27681		27681		27681		27681		27681	

*Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu. *, **, *** thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, và 1%.*

4.2.2.2. Hiệu quả tài chính của SCIC

Bảng 4.15 thể hiện kết quả ước lượng sử dụng mẫu gồm các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam khi ROA là biến phụ thuộc. Kết quả cho thấy xu hướng rất khác trong tác động của SCIC so với trung bình các SWF. Cụ thể, hệ số của SCIC vẫn dương, nhưng có ý nghĩa thống kê ở những phân vị nhỏ, và mất ý nghĩa thống kê ở những phân vị cao nhất. Như vậy, SCIC có tác động làm tăng hiệu quả đo lường bằng ROA đối với những doanh nghiệp mục tiêu có ROA ở mức từ tương đối thấp đến trung bình. Tuy nhiên, ở những phân vị thấp nhất (hay doanh nghiệp có ROA thấp nhất), tác động của SCIC cũng yếu hơn so với khi ở những phân vị cao hơn, thể hiện khả năng cải thiện hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu cũng tùy vào mức độ hiệu quả hiện tại của các doanh nghiệp này.

Ở những phân vị cao nhất (75, 90), tác động tích cực của SCIC cũng không còn. Điều này hàm ý giới hạn về năng lực và kinh nghiệm quản lý để có thể tiếp tục nâng cao hiệu quả tài chính của những doanh nghiệp mục tiêu khi các doanh nghiệp đã đạt hiệu quả cao.

Bảng 4.15. Hiệu quả tài chính theo ROA – mẫu Việt Nam

	q10		q25		q50		q75		q90	
swf	0.037	*	0.045	**	0.07	***	0.056		0.063	
	(0.019)		(0.022)		(0.027)		(0.035)		(0.132)	
size	0.001		0.001		0.003	**	0.004	**	0.004	**
	(0.001)		(0.001)		(0.001)		(0.002)		(0.002)	
lev	-0.03	***	-0.037	***	-0.075	***	-0.131	***	-0.171	***
	(0.007)		(0.008)		(0.009)		(0.014)		(0.020)	
assetgr	0.003	*	0.003		0.01	**	0.012		0.014	***
	(0.002)		(0.002)		(0.004)		(0.009)		(0.001)	
cash_asset	0.049	***	0.079	***	0.104	***	0.133	***	0.224	***
	(0.014)		(0.010)		(0.013)		(0.034)		(0.043)	

industry_dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
country_dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
year_dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	0.008 (0.022)	0.042 (0.020)	** 0.07 (0.026)	*** 0.106 (0.036)	*** 0.157 (0.058)
Số QS	4704	4704	4704	4704	4704

*Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu. *, **, *** thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, và 1%.*

Bảng 4.16 thể hiện kết quả ước lượng sử dụng mẫu gồm các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam khi ROE là biến phụ thuộc. Kết quả nhìn chung rất thống nhất khi ROA là biến phụ thuộc. Trong đó, hệ số tác động của SCIC dương và có ý nghĩa thống kê từ phân vị 10-75, và chỉ mất ý nghĩa ở phân vị cao nhất (90). Trái với xu hướng chung của các SWF, SCIC có tác động tích cực nâng cao hiệu quả của các doanh nghiệp mục tiêu có hiệu quả ở mức thấp tới cao, nhưng ở mức cao nhất thì SCIC không đủ năng lực và kinh nghiệm để có thể tiếp tục nâng cao hiệu quả ở mức cao nhất. Hơn nữa, từ phân vị 75 hiệu quả cũng theo xu hướng giảm dần.

Mặt khác, tương tự như xu hướng với ROA, ở các phân vị thấp của ROE thì hiệu quả tích cực của SCIC cũng ít hơn. Điều này cũng thể hiện phần nào sự thống nhất với xu hướng của mẫu gồm toàn bộ SWF là SWF có tác động tương đối hạn chế khi doanh nghiệp có hiệu quả thấp hơn.

Bảng 4.16. Hiệu quả tài chính theo ROE – mẫu Việt Nam

	q10		q25		q50		q75		q90
swf	0.075 (0.032)	**	0.097 (0.043)	**	0.12 (0.033)	***	0.068 (0.038)	*	0.004 (0.047)
size	0.005 (0.003)	*	0.006 (0.002)	***	0.01 (0.003)	***	0.012 (0.003)	***	0.012 (0.004)
lev	-0.051 (0.020)	**	-0.04 (0.016)	***	-0.055 (0.017)	***	-0.064 (0.021)	***	-0.05 (0.035)
assetgr	0.004 (0.008)		0.012 (0.004)	***	0.023 (0.011)	**	0.04 (0.011)	***	0.047 (0.037)

cash_asset	0.083 (0.020)	***	0.106 (0.016)	***	0.131 (0.025)	***	0.159 (0.032)	***	0.256 (0.080)	***
industry_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
country_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
year_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
_cons	-0.002 (0.047)		0.045 (0.041)		0.026 (0.046)		0.074 (0.061)		0.2 (0.079)	**
Số QS	4704		4704		4704		4704		4704	

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu. *, **, *** thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, và 1%.

Bảng 4.17 thể hiện kết quả ước lượng sử dụng mẫu gồm các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam khi PTB là biến phụ thuộc. Nhìn chung, xu hướng tác động hình chữ U ngược để thể hiện tương đối rõ, trong đó tác động tích cực tăng dần đến phân vị 75 sau đó có xu hướng giảm ở phân vị 90. Như vậy, tác động tích cực của SCIC sẽ thấp hơn khi doanh nghiệp có hiệu quả thấp, nhưng khi doanh nghiệp mục tiêu có hiệu quả rất cao thì tác động này cũng sẽ giảm. Điều này phù hợp với lập luận rằng với những doanh nghiệp mục tiêu có hiệu quả rất kém hoặc rất tốt, vai trò của SCIC không thể ngang bằng với khi doanh nghiệp mục tiêu có hiệu quả dao động chung quanh trung vị.

Qua phân tích cho thấy, SCIC có khả năng cải thiện hiệu quả tài chính của những doanh nghiệp có hiệu quả thấp thay vì chỉ phát huy tác động chủ yếu ở những doanh nghiệp có hiệu quả cao như trường hợp toàn bộ doanh nghiệp. Mặc dù vậy, tác động này yếu hơn đối với những doanh nghiệp có hiệu quả kém hơn, và giảm khi doanh nghiệp có hiệu quả ở mức rất cao, nghĩa là vẫn tương đối thống nhất với xu hướng chung của toàn bộ mẫu doanh nghiệp.

Bảng 4.17. Hiệu quả tài chính theo PTB – mẫu Việt Nam

	q10		q25		q50		q75		q90	
swf	0.265 (0.111)	**	0.408 (0.132)	***	0.776 (0.221)	***	1.13 (0.549)	**	1.041 (0.601)	*
size	0.023	***	0.032	***	0.056	***	0.093	***	0.188	***

	(0.006)		(0.007)		(0.011)		(0.025)		(0.039)	
lev	0.005		-0.067		-0.214	***	-0.334	**	-0.871	***
	(0.039)		(0.041)		(0.077)		(0.146)		(0.213)	
assetgr	0.047	***	0.084	***	0.175	**	0.278	***	0.363	***
	(0.012)		(0.005)		(0.076)		(0.088)		(0.061)	
cash_asset	0.292	***	0.361	***	0.48	***	0.817	***	0.949	***
	(0.047)		(0.056)		(0.101)		(0.207)		(0.266)	
industry_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
country_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
year_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
_cons	-0.096		-0.151		-0.406	**	-0.832	**	-2.063	***
	(0.111)		(0.121)		(0.183)		(0.401)		(0.645)	
Số QS	4660		4660		4660		4660		4660	

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu. *, **, *** thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, và

1%. Tác động của sở hữu ngành SCIC đến hiệu quả của các doanh nghiệp
mục tiêu

	(1) roa	(2) roe	(3) ptb	(4) froa	(5) froa	(6) fptb
size	0.002* (0.001)	0.006*** (0.002)	0.149*** (0.014)	0.000 (0.001)	0.003 (0.002)	0.121*** (0.014)
lev	-0.097*** (0.006)	-0.061*** (0.014)	-0.541*** (0.086)	0.081*** (0.006)	-0.037* (0.016)	-0.436*** (0.085)
assetgr	0.026*** (0.007)	0.054** (0.017)	0.206*** (0.060)	0.011** (0.004)	0.025*** (0.006)	0.166*** (0.046)
cash_asset	0.130*** (0.011)	0.157*** (0.015)	0.708*** (0.087)	0.128*** (0.011)	0.159*** (0.016)	0.770*** (0.088)
scic # ind2	0.105** (0.034)	0.135** (0.049)	0.182 (0.140)	0.112** (0.039)	0.122* (0.055)	0.32 (0.172)
scic # ind3	0.219*** (0.037)	0.250*** (0.055)	1.163*** (0.289)	0.214*** (0.039)	0.231*** (0.060)	1.395*** (0.305)
scic # ind4	0.239*** (0.034)	0.226*** (0.056)	3.883*** (0.869)	0.252*** (0.041)	0.240*** (0.069)	4.313*** (0.949)
scic # ind5	0.035** (0.011)	0.226*** (0.047)	-0.007 (0.169)	0.021* (0.008)	0.180*** (0.044)	0.206 (0.297)
scic # ind6	0.083 (0.103)	0.384 (0.306)	1.195 (1.140)	0.064 (0.098)	0.157 (0.279)	1.311 (1.302)
scic # ind7	0.152*** (0.017)	0.201*** (0.036)	2.928*** (0.398)	0.163*** (0.020)	0.216*** (0.039)	3.017*** (0.419)
scic # ind8	0.021	0.078**	-0.232	0.025	0.078**	-0.121

	(0.013)	(0.029)	(0.176)	(0.013)	(0.026)	(0.160)
Hằng số	0.035**	0.002	-1.674***	0.053***	0.051*	-1.232***
	(0.012)	(0.025)	(0.221)	(0.013)	(0.026)	(0.223)
R-squared	0.198	0.076	0.127	0.172	0.051	0.121
Số quan sát	5449	5449	5257	4704	4704	4660

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu

Trong đó: Ind2 = Basic Materials (sản xuất vật liệu cơ bản); Ind3 = Consumer Cyclical (hàng theo chu kỳ kinh tế); Ind4 = Consumer Non-cyclical (hàng không theo chu kỳ kinh tế); Ind5 = Energy (năng lượng); Ind6 = Financials (tài chính); Ind7 = Healthcare (y tế); Ind8 = Industrial (công nghiệp)

Bảng trên xem xét tác động của sở hữu SCIC đến hiệu quả tài chính của các công ty ở một số ngành nhất định. Cột (1-3) có biến phụ thuộc là ROA, ROE và PTB cùng kỳ với các biến giải thích, trong khi cột (4-6) sử dụng biến phụ thuộc là ROA, ROE và PTB thuộc một kỳ sau kỳ của các biến giải thích (nhằm xử lý nội sinh). Ngoài ra, tất cả mô hình đều sử dụng sai số chuẩn để đảm bảo tính tin cậy của các kết quả ước lượng.

Kết quả cho thấy các DN thuộc ngành hàng theo chu kỳ kinh tế, hàng không theo chu kỳ kinh tế và y tế hoạt động rất tốt khi có sự đầu tư của SCIC. Kết quả tích cực này không chỉ phản ánh ở thước đo về hiệu quả kế toán mà còn là thị trường. Trong khi đó, ngành sản xuất vật liệu cơ bản và năng lượng chỉ ghi nhận tác động tích cực của sở hữu SCIC ở khía cạnh ROA, ROE, nhưng thị trường thì không đón nhận khi SCIC đầu tư vào các ngành này. Đối với ngành công nghệ và tiện ích, do dữ liệu của các công ty thuộc 2 ngành này khá ít nên không đánh giá được. Đặc biệt, dường như SCIC không có nhiều kinh nghiệm quản lý đối với các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực tài chính vì biến sở hữu SCIC không có ý nghĩa thống kê. Điều này rất đáng tiếc khi mà các ngân hàng, thuộc lĩnh vực tài chính, là các doanh nghiệp đặc biệt quan trọng đối với nền kinh tế. Kết quả từ bảng trên cho thấy SCIC có thể tiếp tục duy trì đầu tư ở những ngành nghề có hiệu quả tốt, và nâng cao học hỏi kinh nghiệm quản lý ở những ngành còn lại.

4.2.2.3. So sánh hiệu quả tài chính của SCIC và các SWF

Kết quả từ bảng 4.12-4.14 về hiệu quả tài chính cho thấy các SWF có tác động làm tăng hiệu quả tài chính đối với những doanh nghiệp đã có hiệu quả tương đối tốt trở lên, thống nhất với giả thuyết 1. SWF không có tác động đáng kể đến các doanh nghiệp có hiệu quả thấp. Từ đó, có thể thấy SWF gặp một số giới hạn về kỹ năng và kinh nghiệm quản lý, ngần ngại đầu tư vào các doanh nghiệp có hiệu quả thấp để tránh rủi ro phá sản, kiệt quệ tài chính. Trong khi đó, theo các bảng từ 4.15-4.17, SCIC lại có xu hướng ngược lại, giúp tăng hiệu quả đối với các doanh nghiệp có hiệu quả thấp tới trung bình, nhưng lại ít có khả năng tiếp tục cải thiện hiệu quả ở những doanh nghiệp đã có hiệu quả tài chính cao.

4.2.3. Thực trạng hiệu quả phi tài chính của SCIC

Theo Lý thuyết phục vụ, người ta có thể hiểu rằng công dân của quốc gia mong muốn chính phủ hành động vì lợi ích quốc gia, việc quản lý SCIC và cung cấp các cơ chế pháp lý và quy định cho việc ra quyết định tài chính và phi tài chính (hiệu quả xã hội) (Anderson, 2009). Việc đánh giá hiệu quả phi tài chính (xã hội): đó là tỷ lệ thuế nộp cho nhà nước; tăng số lượng việc làm, hoặc giảm mức sa thải, lương trung bình tăng, nâng cao mức sống cho nhân viên, tăng cường phúc lợi xã hội, giải quyết việc làm cho người dân; qua hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, nhà nước có thể thay đổi và hoàn thiện các chính sách, thực hiện chức năng quản lý kinh tế xã hội của mình, giữ vững trật tự xã hội. Đây là vấn đề mang tính chiến lược đầu tư vốn, an ninh vốn của quốc gia, đảm bảo cho doanh nghiệp phát triển ổn định và bền vững, vươn ra khỏi tầm của một công ty hoạt động vì lợi nhuận thông thường, áp dụng lý thuyết trong phân tích hiệu quả phi tài chính của SCIC.

4.2.3.1. Hiệu quả phi tài chính của SWF với mẫu gồm toàn bộ doanh nghiệp niêm yết

Bảng 4.18 thể hiện kết quả ước lượng sử dụng mẫu gồm toàn bộ năm SWF khi EFFTAX là biến phụ thuộc. Kết quả cho thấy nhìn chung SWF có tác động tiêu cực, làm giảm mức thuế đóng cho chính phủ. Điều này hàm ý các SWF có xu hướng quan tâm nhiều hơn đến hiệu quả tài chính, hơn là mặt phi tài chính.

Ở phân vị 10 (mức thấp nhất), SWF không làm giảm mức thuế nữa, cho thấy SWF có quan tâm đến mặt xã hội ở một góc độ nào đó. Tác động âm của SWF có xu hướng gia tăng khi ở những phân vị cao hơn cho thấy khi doanh nghiệp có mức đóng thuế suất ngày càng cao, SWF sẽ có xu hướng cắt giảm thuế suất này. Điều này đồng nghĩa với lập luận cho rằng các SWF thật sự quan tâm đến hiệu quả tài chính, thông qua giảm thuế giúp giữ lại nguồn tài chính cần thiết cho doanh nghiệp tiếp tục tái đầu tư. Ngoài ra, đây cũng là chiến lược đầu tư mang tính tối ưu, vừa đảm bảo nguồn thu từ thuế ít bị ảnh hưởng (chỉ giảm thuế khi doanh nghiệp nộp quá nhiều thuế) và tránh cho doanh nghiệp mục tiêu phải nộp quá nhiều thuế (đảm bảo hiệu quả tài chính). Tóm lại, kết quả ở bảng 3.4 tương đối thống nhất với giả thuyết 2.

Bảng 4.18. Hiệu quả phi tài chính theo EFFTAX – mẫu toàn bộ

	q10		q25		q50		q75		q90
swf	-0.009		-0.07	***	-0.05	**	-0.032		-0.069
	(0.021)		(0.022)		(0.023)		(0.027)		(0.016)
size	0.016	***	0.013	***	0.004	***	-0.001		-0.008
	(0.002)		(0.001)		(0.001)		(0.001)		(0.003)
lev	-0.064	***	-0.062	***	0.007		0.053	***	0.208
	(0.013)		(0.015)		(0.009)		(0.009)		(0.024)
assetgr	0.000	***	0.000	*	0.000		0.000	*	0.000
	0.000		0.000		0.000		0.000		0.000
cash_asset	0.015		0.013		-0.002		-0.034	***	-0.082
	(0.014)		(0.013)		(0.008)		(0.008)		(0.017)
industry_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes
country_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes
year_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes
_cons	-0.206	***	-0.082	**	0.149	***	0.24	***	0.357
	(0.034)		(0.033)		(0.024)		(0.022)		(0.049)
Số QS	23329		23329		23329		23329		23329

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu. *, **, *** thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, và 1%.

Bảng 4.19 thể hiện kết quả ước lượng sử dụng mẫu gồm toàn bộ năm SWF khi D_EMP là biến phụ thuộc. Kết quả cho thấy SWF có tác động làm giảm lao động ở phân vị 90 (phân vị cao nhất), nghĩa là SWF chỉ làm giảm lao động khi doanh nghiệp có dấu hiệu nhận vào quá nhiều lao động.

Xu hướng này có 2 hàm ý quan trọng. Một, SWF có quan tâm đến quyền lợi của lao động, và không có tác động làm giảm lao động khi doanh nghiệp chưa có mức tuyển dụng cao (phân vị dưới 90). Tuy nhiên, khi ở phân vị 90 (tuyển dụng quá nhiều lao động), SWF mới có tác động cắt giảm các lao động dôi dư, để tăng tính hiệu quả tài chính. Hai, về mặt số lượng lao động, có thể lập luận rằng SWF quan tâm đến khía cạnh số lượng lao động, và sẵn lòng hi sinh hiệu quả tài chính ở một mức độ nhất định (chưa ảnh hưởng, tác động để đưa ra quyết định cắt giảm nhân sự khi mức lao động nhận vào vẫn chưa quá cao). Dù sao, đây cũng là chiến lược đầu tư tối ưu, giúp cân bằng cả hiệu quả tài chính và phi tài chính.

Bảng 4.19. Hiệu quả phi tài chính theo D_EMP – mẫu toàn bộ

	q10	q25	q50	q75	q90
swf	-127.427 (247.541)	-36.927 (58.120)	-17.71 (24.071)	-166.474 (140.211)	-733.769 * (385.486)
size	-116.027 *** (14.495)	-18.131 *** (2.577)	14.555 *** (2.117)	121.470 *** (10.636)	394.967 *** (34.237)
lev	-106.113 (65.688)	-50.483 *** (13.490)	-39.624 *** (9.587)	-179.926 *** (37.045)	-435.181 *** (140.859)
assetgr	0.089 (0.092)	0.007 (0.017)	0.013 (0.022)	-0.020 (0.039)	104.359 *** (1.337)
cash_asset	-63.300 (44.737)	-1.393 (7.930)	10.412 * (6.299)	51.572 * (28.507)	250.502 * (136.860)
industry_dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
country_dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
year_dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	1861.432 *** (535.805)	286.850 *** (60.962)	-276.513 *** (42.643)	-2.1e+03 *** (215.044)	-6.8e+03 *** (779.604)
N	13575	13575	13575	13575	13575

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu. *, **, *** thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, và 1%.

Bảng 4.20 thể hiện kết quả ước lượng sử dụng mẫu gồm toàn bộ năm SWF khi LNWAGE là biến phụ thuộc. Kết quả cho thấy SWF có tác động dương, và có ý nghĩa thống kê ở 4 phân vị 10, 25, 50 và 75, nhưng lại mất ý nghĩa thống kê ở phân vị cao nhất. Ngoài ra, hệ số của biến SWF có xu hướng giảm dần khi đi từ trái sang phải, cho thấy SWF có xu hướng tác động làm tăng nhiều lương bình quân của nhân viên nhiều nhất khi lương của nhân viên thấp nhất.

Kết quả này một lần nữa cho thấy mức thống nhất cao với giả thuyết 2: tác động của SWF càng ít tích cực khi doanh nghiệp có hiệu quả phi tài chính (tiền lương) càng cao. Đây cũng là chiến lược hợp lý, giúp tăng cả hiệu quả tài chính, trong khi đảm bảo được quyền lợi của nhân viên.

Bảng 4.20. Hiệu quả phi tài chính theo LNWAGE – mẫu toàn bộ

	q10		q25		q50		q75		q90
swf	1.109	**	1.026	**	1.075	***	0.701	***	0.285
	(0.483)		(0.461)		(0.408)		(0.238)		(0.230)
size	0.024		0.039	***	0.031	***	0.027	***	0.025 **
	(0.019)		(0.011)		(0.008)		(0.008)		(0.012)
lev	-0.407	**	-0.469	***	-0.292	***	-0.197	**	-0.245 *
	(0.170)		(0.140)		(0.108)		(0.092)		(0.138)
assetgr	0.001	**	0		0		0.001	***	0 ***
	0.000		0.000		(0.001)		0.000		0.000
cash_asset	0.629	***	0.646	***	0.729	***	0.798	***	0.935 ***
	(0.165)		(0.110)		(0.089)		(0.107)		(0.131)
industry_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes
country_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes
year_dum	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes
_cons	7.868	***	8.518	***	9.103	***	9.529	***	10.088 ***

	(0.588)	(0.276)	(0.216)	(0.219)	(0.271)
Số QS	10240	10240	10240	10240	10240

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu. *, **, *** thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, và 1%.

4.2.3.2. Hiệu quả phi tài chính của SCIC

Đối với các thước đo phi tài chính, tác giả trình bày kết quả hồi quy trong các bảng từ 4.21-4.23 thể hiện kết quả hồi quy phân vị khi các biến phụ thuộc là EFFTAX và D_EMP. Kết quả rất ngạc nhiên khi SCIC không có tác động đáng kể đến EFFTAX và D_EMP. Điều này hàm ý SCIC chưa quan tâm nhiều đến việc giảm nộp thuế cho ngân sách nhà nước. Ngoài ra, D_EMP không có ý nghĩa thống kê, hàm ý SCIC cũng không quan tâm đến việc giảm lao động ở những doanh nghiệp mục tiêu, đây là ý nghĩa xã hội, thể hiện trách nhiệm của SCIC với người lao động, đây là điểm khác biệt giữa SCIC khác với các SWF trên thế giới. Như vậy, các xu hướng này khác biệt với trung bình các SWF, khi mà các SWF sẽ giảm thuế và giảm lao động khi doanh nghiệp có hiệu quả phi tài chính ở mức tốt. Do đó, có thể thấy so với các SWF khác SCIC dường như vẫn có quan tâm đến hiệu quả phi tài chính của doanh nghiệp mục tiêu, thể hiện thông qua việc không có tác động tiêu cực, làm giảm hiệu quả phi tài chính này.

Bảng 4.21. Hiệu quả phi tài chính theo EFFTAX – SCIC

	q10	q25	q50	q75	q90
swf	0.058 (0.041)	0.034 (0.030)	0.002 (0.014)	-0.008 (0.009)	-0.038 (0.029)
size	0.006 (0.004)	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.001)	-0.001 (0.001)	0.003 (0.004)
lev	-0.077 *** (0.029)	-0.038 ** (0.018)	-0.004 (0.008)	0.013 (0.008)	0.084 ** (0.035)
assetgr	0.001 (0.047)	0.005 (0.009)	0.003 (0.006)	0.004 *** (0.001)	0 (0.002)
cash_asset	-0.024 (0.019)	-0.034 (0.026)	-0.017 * (0.009)	-0.027 *** (0.007)	-0.073 *** (0.020)
industry_dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
country_dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

year_dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	-0.025 (0.059)	0.114 (0.053)	** 0.232 (0.035)	*** 0.254 (0.023)	*** 0.219 (0.076)
Số QS	4436	4436	4436	4436	4436

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu. *, **, *** thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, và 1%.

Bảng 4.22. Hiệu quả phi tài chính theo D_EMP – SCIC

	q10	q25	q50	q75	q90
swf	13.43 (39.641)	-1.879 (19.345)	2.686 (26.456)	26.844 (62.129)	-116.55 (116.722)
size	-41.511 *** (10.508)	-3.602 (4.108)	11.084 ** (4.982)	63.343 *** (18.207)	215.370 *** (80.456)
lev	38.876 (59.864)	-74.094 *** (23.489)	-41.380 ** (18.821)	-122.432 *** (46.507)	-254.921 (210.593)
assetgr	30.386 ** (15.276)	19.555 * (10.398)	39.905 *** (14.582)	105.171 *** (30.042)	107.084 (104.934)
cash_asset	38.942 (32.793)	7.833 (11.557)	2.766 (10.700)	27.919 (32.158)	72.817 (102.309)
industry_dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
country_dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
year_dum	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	644.580 *** (176.507)	54.513 (69.882)	-173.305 ** (84.882)	-1.0e+03 *** (310.190)	-3.5e+03 *** (1251.857)
Số QS	1293	1293	1293	1293	1293

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu. *, **, *** thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, và 1%.

Bảng 4.23 thể hiện kết quả hồi quy phân vị khi các biến phụ thuộc là LNWAGE. Xu hướng trong bảng 4.23 tương đồng với nghiên cứu trên, cho thấy các SWF quan tâm làm tăng mức lương trung bình của các nhân viên ở các doanh nghiệp mục tiêu, tuy nhiên tác động tích cực này chỉ xuất hiện khi doanh nghiệp mục tiêu có

mức lương ở mức thấp nhất trong toàn bộ phân phối lương của mẫu gồm các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam.

Bảng 4.23. Hiệu quả phi tài chính theo LNWAGE – mẫu Việt Nam

	q10		q25		q50		q75		q90	
Swf	1.722	***	1.072		1.032		0.36		0.545	
	(0.567)		(1.024)		(1.014)		(0.440)		(0.390)	
Size	-0.059		0.099		0.123	**	0.112	***	0.027	
	(0.055)		(0.100)		(0.057)		(0.041)		(0.079)	
Lev	-0.995	*	-0.582		-0.584		0.031		-0.433	
	(0.538)		(0.584)		(0.497)		(0.251)		(0.493)	
Assetgr	0.349	***	0.135	*	0.159		0.03		-0.008	
	(0.107)		(0.079)		(0.165)		(0.072)		(0.103)	
cash_asset	-0.184		0.047		0.704	**	0.245		-0.13	
	(0.429)		(0.469)		(0.323)		(0.256)		(0.233)	
industry_dum	Yes	***	-0.817	*	-0.972	***	-1.109	***	-0.737	***
country_dum	Yes		-0.425		-0.219		-0.135		-0.28	
year_dum	Yes	***	-1.021	**	-0.987	***	-0.88	***	-0.6	**
_cons	8.82	***	6.212	***	6.304	***	6.718	***	8.23	***
	(1.021)		(1.718)		(0.948)		(0.700)		(1.396)	
Số QS	888		888		888		888		888	

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu. *, **, *** thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, và 1%.

4.2.3.3. So sánh hiệu quả phi tài chính của SCIC và các SWF

Kết quả từ bảng 4.18-4.20 cho thấy tác động của SWF nhìn chung làm giảm hiệu quả phi tài chính mạnh hơn khi hiệu quả phi tài chính của doanh nghiệp mục tiêu càng cao, thống nhất với giả thuyết 2. Các kết quả này ủng hộ lập luận cho rằng SWF quan tâm đến cả hiệu quả tài chính và phi tài chính. Trong khi đó, xét riêng SCIC có thể thấy SCIC dường như ít quan tâm đến việc làm giảm hiệu quả phi tài chính theo các thước đo EFFTAX và D_EMP dù ở bất cứ phân vị nào. Đối với thước đo LNWAGE, có thể do SCIC không giảm lao động nhiều nên khó khăn trong việc giúp tăng lương trung bình cho lao động ở các doanh nghiệp niêm yết. Trong khi đó, các

SWF nhìn chung chú trọng cắt giảm lao động, nên tạo điều kiện thuận lợi cho việc gia tăng mức lương trung bình.

4.2.4. Thực trạng quan hệ tổ chức giữa SCIC với các cơ quan nhà nước, với các doanh nghiệp mục tiêu

Thực trạng quan hệ tổ chức giữa SCIC với các cơ quan nhà nước: Hiện nay mô hình quản lý hỗn hợp theo hình thức doanh nghiệp và cơ quan quản lý nhà nước làm đại diện chủ sở hữu vốn. Các bộ, cơ quan ngang bộ, cơ quan thuộc chính phủ và UBND tỉnh, thành phố thực hiện chức năng đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại doanh nghiệp do bộ, ngành, địa phương thành lập hoặc các tập đoàn, tổng công ty do Thủ tướng Chính phủ thành lập nhưng giao bộ, ngành, địa phương quản lý. Trong đó, có SCIC thực hiện tiếp nhận và thực hiện quyền đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước đầu tư tại các doanh nghiệp, hiện nay SCIC quản lý chỉ có khoảng 3-5% tổng số vốn của nhà nước tại các doanh nghiệp. Năm 2018, chính phủ thành lập CMSC, một cơ quan trực thuộc chính phủ, không có chức năng quản lý nhà nước, thực hiện chức năng đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại doanh nghiệp nhằm khắc phục các tồn tại, hạn chế của SCIC. Theo đó, CMSC là cơ quan đại diện chủ sở hữu của SCIC.

Hiện nay, về chủ thể quản lý vốn nhà nước được phân tách thành 3 nhóm chính: Chính phủ, bộ quản lý nhà nước trong các lĩnh vực, chính quyền địa phương và cơ quan đại diện chủ sở hữu. Cơ chế hoạt động này đòi hỏi việc xử lý mối quan hệ giữa các chủ thể vốn rất phức tạp, có sự chồng chéo, mâu thuẫn, đặc biệt là giữa các bộ quản lý nhà nước và cơ quan đại diện chủ sở hữu đối với chiến lược, mục tiêu và điều hành hoạt động của doanh nghiệp nhà nước. Do đó, chưa khắc phục được sự chồng chéo chức năng quản lý nhà nước, chức năng đại diện chủ sở hữu.

Thực trạng quan hệ tổ chức giữa SCIC với các doanh nghiệp mục tiêu, quan hệ phân phối giữa người lao động, nhà quản lý, người góp vốn. Qua phân tích thực trạng hiệu quả hoạt động của SCIC, cho thấy sự phát triển các khoản đầu tư tiêu biểu của SCIC tại các doanh nghiệp mục tiêu, sự cần thiết ra đời mô hình SCIC để khắc phục những hạn chế trong việc quản lý và kinh doanh vốn nhà nước tại các DNNN.

Hiện nay SCIC hoạt động theo luật doanh nghiệp, nên quan hệ của SCIC với DN mục tiêu với tư cách là một cổ đông theo luật định. Tuy nhiên, SCIC đã thể hiện là một cổ đông năng động, nhà đầu tư chiến lược, đã hỗ trợ cải tiến năng lực quản trị, xây dựng chiến lược, hỗ trợ những hoạt động chính trị xã hội của các doanh nghiệp mục tiêu.

4.3. Nhận xét chung về hiệu quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước ở Việt Nam

Do SCIC đặc thù là doanh nghiệp nhà nước, đầu tư vào các doanh nghiệp có sự lan tỏa kinh tế lớn nên cần đánh giá hiệu quả hoạt động trên cả hai nhóm chỉ số tài chính và phi tài chính. Các tiêu chí như: chênh lệch giá trị doanh thu bán vốn so với vốn nhà nước được giao bán, ROA, ROE và các tiêu chí phi tài chính khác. Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), lợi nhuận trước thuế tính trên một lao động, doanh thu tạo ra trên một lao động, ngoài ra đánh giá về mức sở hữu của SCIC.

Trên cơ sở kết quả hoạt động kinh doanh, phân tích định tính, định lượng tác giả rút ra những thành công và hạn chế như sau:

4.3.1. Những thành công của SCIC và nguyên nhân thành công của SCIC

4.3.1.1. Những thành công của SCIC

Thứ nhất, mô hình SCIC là một thành công trong quá trình chuyển đổi DNNN, là hướng đi phù hợp phù hợp với kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, phù hợp với xu hướng quản lý, đầu tư, kinh doanh vốn nhà nước ở một số quốc gia trên thế giới. SCIC đầu tư vào các DN đã góp phần quan trọng phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh, làm gia tăng giá trị vốn nhà nước tại DN, có hiệu quả cao và dẫn đầu thị trường, bên cạnh đó SCIC còn đem lại các giá trị gia tăng cho DN trong danh mục quản lý thông qua việc giới thiệu các nhà đầu tư chiến lược, nâng cao năng lực quản trị. Trên thực tế, hầu hết các DN sau khi chuyển giao về SCIC đều đạt tốc độ tăng trưởng khá tốt.

Thứ hai, về mức sở hữu hay còn gọi là chiến lược đầu tư, qua phân tích như trên và đánh giá của các nhà lãnh đạo SCIC, các chuyên gia, chúng ta có thể nhận

định rằng, một trong những định hướng đầu tư lớn là SCIC trở thành nhà đầu tư chuyên nghiệp của Chính phủ, hướng tới trở thành Quỹ đầu tư của Chính phủ. SCIC tập trung đầu tư theo Nghị định 148/2017/NĐ-CP. Tiếp nhận và thực hiện quyền đại diện chủ sở hữu nhà nước tại các doanh nghiệp theo quy định của Chính phủ. Tích cực tham gia thực hiện sắp xếp, cổ phần hóa, bán vốn nhà nước đầu tư tại doanh nghiệp đã tiếp nhận theo quy định hiện hành, phần đầu trở thành công cụ đặc lực để Chính phủ phát triển các ngành, lĩnh vực kinh tế trọng điểm đòi hỏi phải có sự tham gia của Nhà nước. Việc đầu tư vào thị trường tài chính, cơ sở hạ tầng, năng lượng, công nghệ... và các lĩnh vực then chốt của nền kinh tế là hoàn toàn phù hợp với chức năng, nhiệm vụ của SCIC và được thể hiện xuyên suốt từ khi thành lập đến nay.

Thứ ba, SCIC là một cổ đông của doanh nghiệp, là một cổ đông năng động, sẵn sàng và chủ động tham gia cùng doanh nghiệp trong các hoạt động kinh doanh. SCIC tôn trọng cơ chế quản trị, tuy nhiên sẽ sử dụng quyền cổ đông để đảm bảo quyền và lợi ích của nhà nước nói riêng, của các cổ đông khác nói chung không bị xâm phạm, vai trò của SCIC như một cổ đông tích cực, trong việc quyết định các dự án đầu tư; phân phối lợi nhuận; đánh giá việc thực hiện mục tiêu, nhiệm vụ được giao, hiệu quả sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp, nâng cao lợi nhuận kinh doanh, phát triển mạng lưới kinh doanh, quản trị chi phí tốt hơn. SCIC giúp các doanh nghiệp mục tiêu nhận diện các cơ hội đầu tư tốt, cũng như tranh thủ mạng lưới các đối tác, các công ty mục tiêu khác của SCIC.

Thứ tư, về hiệu quả tài chính SCIC có tác động làm tăng hiệu quả đo lường bằng ROA đối với những doanh nghiệp mục tiêu có ROA ở mức từ tương đối thấp đến trung bình; SCIC có tác động tích cực nâng cao hiệu quả của các doanh nghiệp mục tiêu có hiệu quả ở mức thấp tới cao. Qua phân tích cho thấy, SCIC có khả năng cải thiện hiệu quả tài chính của những doanh nghiệp có hiệu quả thấp. Mặc dù vậy, tác động này yếu hơn đối với những doanh nghiệp có hiệu quả kém hơn, và giảm khi doanh nghiệp có hiệu quả ở mức rất cao. Điển hình khi SCIC quyết định đầu tư vào Vinaconex thêm 1.000 tỷ đồng để tái cơ cấu Vinaconex năm 2012, để sau đó thu lại khoản lợi nhuận lên tới 4.800 tỷ đồng vào năm 2018.

Thứ năm, hiệu quả phi tài chính SCIC không có tác động đáng kể đến EFFTAX và D_EMP, điều này hàm ý SCIC chưa quan tâm nhiều đến việc giảm nộp thuế cho ngân sách nhà nước; SCIC cũng không quan tâm đến việc giảm lao động ở những doanh nghiệp mục tiêu; có thể thấy SCIC dường như vẫn có quan tâm đến hiệu quả phi tài chính của doanh nghiệp mục tiêu. Điều này thể hiện tính trách nhiệm xã hội của DNNN trong đó có SCIC tác tăng thu nhập cho nhân viên ở những DN mà nhân viên có thu nhập thấp, đồng thời giải quyết việc làm cho người lao động.

Thứ sáu, về vai trò, cơ chế quản trị của SCIC: SCIC có vai trò quan trọng đối với doanh nghiệp hiện tại và trong tương lai trung, dài hạn, đồng hành cùng doanh nghiệp trong việc tìm kiếm đối tác kinh doanh, định hướng chiến lược phát triển cho doanh nghiệp. Trong hoạt động đầu tư, cổ đông SCIC luôn rà soát kỹ từng tiêu chí tài chính, đánh giá hiệu quả, cân nhắc lợi ích chi phí để khuyến nghị doanh nghiệp theo hướng tốt nhất có thể. Vì vậy, về trung và dài hạn, việc gắn bó với SCIC là vô cùng cần thiết để phát triển (6/10 ý kiến phỏng vấn của lãnh đạo DN mục tiêu). Tăng cường công tác dự báo giá nguyên liệu, do đó Công ty không bị tồn kho giá cao mà mua được hàng hóa đầu vào giá thấp, tạo tiền đề có giá bán tốt, cạnh tranh với đối thủ. Đồng thời, với người đại diện trong HĐQT, SCIC đưa ra nhiều định hướng phát triển như mở thêm chi nhánh, xây dựng thêm nhà máy tại vùng nguyên liệu để giảm chi phí vận chuyển, xây dựng lại định mức chi phí sản xuất để giá thành sản phẩm sát thực tế, phục vụ cho các quyết định quản trị kịp thời và hiệu quả. SCIC là cổ đông nhà nước có kinh nghiệm quản lý, đóng vai trò chính trong sự phát triển của công ty hiện nay và trong trung, dài hạn. Thông qua hệ thống người đại diện vốn, tình hình tài chính, hoạt động đầu tư của doanh nghiệp được SCIC giám sát chặt chẽ, khoa học. Trên cơ sở đó, chủ sở hữu có các quyết định kịp thời, phù hợp với tình hình doanh nghiệp. SCIC không chỉ đơn thuần làm tốt vai trò quản lý vốn mà còn thực hiện chức năng kinh doanh vốn, làm cho phần vốn Nhà nước tại doanh nghiệp được bảo toàn và gia tăng về giá trị.

4.3.1.2. Nguyên nhân thành công của SCIC

Nguyên nhân chủ quan: trong thời gian vai trò của SCIC đã thể hiện rõ rệt, qua hỗ trợ nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp mục tiêu, hỗ trợ tái cơ cấu doanh nghiệp hỗ trợ doanh nghiệp hoàn thiện các quy chế, quy trình nội bộ phù hợp với chính sách pháp luật hiện hành, chỉ đạo doanh nghiệp mục tiêu làm hồ sơ niêm yết trên sàn chứng khoán, thúc đẩy hoạt động đầu tư phát triển theo chiều sâu. SCIC có vai trò lớn trong việc kết nối với các đối tác khác trong và ngoài danh mục quản lý của SCIC, góp phần giúp doanh nghiệp phát triển. SCIC là cổ đông lớn và quan trọng cho sự phát triển của doanh nghiệp, nâng cao lợi nhuận kinh doanh, phát triển mạng lưới kinh doanh, quản trị chi phí tốt hơn trước. Điều đặc biệt là SCIC đã thể hiện được vai trò một cổ đông năng động và có trách nhiệm với các doanh nghiệp mục tiêu ở nhiều phương diện, trong đó có định hướng về chiến lược đầu tư của các doanh nghiệp mục tiêu.

Nguyên nhân khách quan: được sự quan tâm hỗ trợ chỉ đạo sâu sắc của các cơ quan quản lý nhà nước, đặc biệt là chính phủ. Mô hình công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước là mô hình tiên tiến, phù hợp với quy luật phát triển, đã phát huy mặt tích cực, thể hiện qua chiến lược đầu tư của SCIC ngày càng rõ hơn, hiệu quả đầu tư của SCIC thể hiện tốt qua hiệu quả tài chính song song với hiệu quả về mặt xã hội. Các cơ quan chức năng bước đầu có quan tâm hỗ trợ, phối hợp cùng SCIC trong chuyển giao các doanh nghiệp cũng như công tác thoái vốn.

4.3.2. Mặt hạn chế của SCIC và nguyên nhân hạn chế của SCIC

4.3.2.1. Mặt hạn chế của SCIC

Thứ nhất, trong chiến lược lựa chọn doanh nghiệp để đầu tư, SCIC dường như tập trung vào những doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính thấp, có cơ hội tăng trưởng thấp, và ROA cao. Những đặc điểm này có thể phản ánh mong muốn của SCIC là đầu tư vào các doanh nghiệp có rủi ro thấp. Đây có thể là một chiến lược phù hợp để bảo toàn và phát triển vốn của nhà nước của SCIC, nhưng điều này cũng hạn chế khả năng hỗ trợ, cung ứng nguồn vốn của SCIC đối với các doanh nghiệp khác. Rõ ràng,

nếu doanh nghiệp mục tiêu ít có rủi ro, các doanh nghiệp này có thể tiếp cận vốn vay dễ dàng, và ít cần vốn của SCIC hơn so với những doanh nghiệp đã có nhiều nợ, hoặc quá rủi ro để có thể vay thêm nợ. Hơn nữa, những doanh nghiệp đã an toàn, có năng lực tài chính tốt thì năng lực quản lý của SCIC không còn ý nghĩa nhiều. Hiện tại SCIC đầu tư nhiều vào ngành Healthcare (Y tế) và Utilities (Tiện ích). Tuy nhiên, các ngành Tài chính, Công nghiệp, Công nghệ cao, Viễn Thông lại không được quan tâm đầu tư, cho thấy SCIC có thể bị hạn chế về các kinh nghiệm quản lý cần thiết ở các ngành này. SCIC cần đa dạng hóa đầu tư vào các ngành trọng điểm, mang ý nghĩa trong tương lai như công nghiệp, công nghệ cao, viễn thông như các SWF khác. Để đạt được điều này, SCIC cần tăng cường đội ngũ cán bộ có kinh nghiệm tương xứng.

Thứ hai, về hiệu quả tài chính SCIC làm tăng hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu, và điều này cũng là do mức sở hữu tương đối cao (trung bình tầm 30%) để có thể ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp. Hơn nữa, các doanh nghiệp mục tiêu khi cùng do SCIC đầu tư có thể liên kết nhau, hoặc các doanh nghiệp này được SCIC kết nối với các doanh nghiệp khác trong mạng lưới quen biết, nên cũng có những thuận lợi nhất định. Tuy nhiên, năng lực của SCIC không đồng đều: ROA, ROE ở mức cao nhất thì SCIC không đủ năng lực và kinh nghiệm để có thể tiếp tục nâng cao hiệu quả các doanh nghiệp mục tiêu ở mức cao. Điều này hàm ý giới hạn về năng lực và kinh nghiệm quản lý của SCIC để có thể tiếp tục nâng cao hiệu quả tài chính của những doanh nghiệp mục tiêu khi các doanh nghiệp này đã đạt hiệu quả cao.

Thứ ba, về hiệu quả phi tài chính SCIC đầu tư vào doanh nghiệp có xu hướng sử dụng ít lao động hơn, điều này hàm ý SCIC có thể ít quan tâm đến mục tiêu xử lý việc làm. Điều này cũng phù hợp với nghiên cứu của JICA (2014) và định hướng mới cho SCIC là tổ chức đầu tư chuyên nghiệp hơn, tránh liên quan đến các nhiệm vụ xã hội. Do vậy, có những đánh đổi nhất định khi trao cho SCIC quyền quản lý vốn vì nhiệm vụ của đơn vị này nên là quản lý vốn hiệu quả, hỗ trợ doanh nghiệp mục tiêu đạt hiệu quả tài chính tốt hơn.

Thứ tư, chưa có cơ chế để SCIC hoạt động hiệu quả hơn, các lãnh đạo doanh nghiệp có cùng nhận định hiện nay một số văn bản pháp luật chưa rõ ràng dẫn đến một số vướng mắc khi đầu tư vốn. Do vậy, hệ thống pháp luật cần đồng bộ và rõ ràng để có nền tảng pháp lý cho hoạt động đầu tư. Nhà nước có các biện pháp tiếp tục nâng cao vị thế của SCIC, ban hành các chính sách pháp luật nhanh chóng, kịp thời, rõ ràng và tránh mỗi nơi hều một kiểu. Chính sách pháp luật liên quan đến đầu tư và đánh giá hiệu quả đầu tư rõ ràng hơn. Thị trường tài chính, thị trường chứng khoán cần tiếp tục minh bạch thông tin hơn nữa để giảm thiểu rủi ro đầu tư nhưng thiếu thông tin. Đối tượng nhận đầu tư của SCIC đã rất rộng, nên không cần mở rộng thêm đối tượng nhận đầu tư, chủ yếu đơn đốc UBND tỉnh và các Bộ, ngành khẩn trương chuyển giao doanh nghiệp về SCIC. Vấn đề đặt ra là quá trình cổ phần hóa vẫn tiếp tục diễn ra, do đó cần gắn kết của SCIC với các tập đoàn kinh tế nhà nước hiện nay để phát huy việc quản lý vốn nhà nước. Cần có cơ chế giám sát về hoạt động này của các cơ quan có thẩm quyền như các nước trên thế giới. Hàng năm SCIC phải báo cáo nâng cao tính minh bạch kết quả tài chính, thông tin minh bạch ít nhất như một công ty trên thị trường chứng khoán.

Năm là, hoạt động đầu tư mới triển khai còn chậm, chưa chủ động trong hoạt động đầu tư, kinh doanh vốn nhà nước. Vốn của SCIC phần lớn là vốn tiếp nhận từ các DN, nên vốn hoạt động bằng tiền có thể sử dụng cho đầu tư không nhiều, trong khi các dự án mà SCIC nghiên cứu đầu tư chủ yếu thuộc các lĩnh vực chiến lược quan trọng trong nền kinh tế, lại đòi hỏi nguồn vốn rất lớn. Cơ chế tài chính cho SCIC vẫn đang được áp dụng như những DNNN khác, chưa phù hợp với đặc thù hoạt động của SCIC, thì SCIC phải mất rất nhiều công sức và thời gian xử lý các vấn đề hậu cổ phần hóa; các vấn đề tồn tại với quá nhiều DN nhỏ, kinh doanh kém hiệu quả do do các sở, ban ngành địa phương và các bộ chuyên về.

Sáu là, chưa có cơ chế phù hợp để đánh giá hiệu quả hoạt động của SCIC, cũng như việc bảo toàn và phát triển vốn đầu tư tính trên toàn bộ danh mục vốn đầu tư, vốn quản lý, vốn chủ sở hữu được giao của SCIC. Trong đó nổi bật là vướng mắc về cơ chế, các khuôn khổ quy định, quyền chủ động trong triển khai hoạt động kinh doanh

của SCIC còn hạn chế, tự chịu trách nhiệm trong hoạt động kinh doanh, do đó làm giảm năng lực cạnh tranh so với các khu vực khác.

4.3.2.2. Nguyên nhân hạn chế của SCIC

Nguyên nhân chủ quan: SCIC chưa thực sự có quyền chủ động, tự chịu trách nhiệm trong hoạt động kinh doanh, điều này làm giảm tính năng động và năng lực cạnh tranh của SCIC khi muốn đầu tư vào những lĩnh vực có khả năng sinh lời cao. Số lượng cán bộ là chuyên gia tài chính để tham gia lãnh đạo, điều hành hoạt động của SCIC là ít, thậm chí không có chuyên gia là người nước ngoài như các SWF khác trên thế giới. Chế độ lương, thưởng, thù lao đối với người đại diện còn chưa khuyến khích và tạo động lực người đại diện làm việc tốt. Việc bổ nhiệm thành viên hội đồng thành viên gắn liền với quá trình nhân sự trong Đảng mặt nào đó hạn chế việc tuyển dụng nhân tài khi chưa nằm trong tổ chức Đảng; cơ chế bổ nhiệm phải thông qua nhiều khâu dẫn đến sự chậm trễ so với yêu cầu thực tế.

Nguyên nhân khách quan: SCIC chưa có cơ chế đặc thù để triển khai các hoạt động đầu tư kinh doanh vốn nên vẫn phải áp dụng cơ chế chung không phù hợp với đặc thù của SCIC. Điều này cũng gây khó khăn, cản trở cho SCIC trong quá trình hoạt động. Khuôn khổ pháp lý cho hoạt động của SCIC còn chưa đầy đủ nên phát sinh nhiều hạn chế, vướng mắc trong quá trình triển khai thực hiện nhiệm vụ như: thẩm quyền quyết định đầu tư, cơ chế đầu tư mất khá nhiều thủ tục và đầu tư dự án lớn thì phải xin Chính phủ phê duyệt chưa được chủ động trong hoạt động đầu tư, các quy định của pháp luật xác lập quyền và nghĩa vụ của người đại diện cũng chưa đầy đủ, chưa cụ thể.

Tóm tắt chương 4

Chương 4 luận án đã trình bày khái quát quá trình hình thành và phát triển của SCIC; Vai trò, chức năng hoạt động kinh doanh vốn Nhà nước của SCIC; Phân tích thực trạng sở hữu SCIC và các đặc điểm của doanh nghiệp; Phân tích thực trạng hiệu quả hoạt động của SCIC và so sánh với các SWF khác trên thế giới, đưa ra những nhược điểm cũng như hạn chế, nguyên nhân trong hiệu quả hoạt động của SCIC.

Chương 4 đã trình bày kết quả định lượng, trong đó: Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SCIC và các SWF ở các doanh nghiệp mục tiêu, đây cũng có thể xem là chiến lược đầu tư của các tổ chức này. Phân tích tác động của mức sở hữu của SCIC và các SWF đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu. Ngoài ra, Chương 4 bổ sung thêm kết quả từ khảo sát các đối tượng là lãnh đạo SCIC, lãnh đạo của các doanh nghiệp mục tiêu nhận đầu tư của SCIC và các chuyên gia ngành tài chính, vốn nhà nước. Chương này là cơ sở quan trọng để đưa ra các giải pháp trong chương 5.

CHƯƠNG 5:

QUAN ĐIỂM VÀ GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH VỐN NHÀ NƯỚC Ở VIỆT NAM

5.1. Quan điểm nâng cao hiệu quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước ở Việt Nam

5.1.1. Cơ sở đề xuất giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC

5.1.1.1. Quan điểm của Đảng, Nhà nước về mô hình công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước

Khoảng 20 năm trở lại đây, Việt Nam đã hai lần thay đổi mô hình quản lý vốn nhà nước đầu tư tại doanh nghiệp, các mô hình được nghiên cứu áp dụng tại Việt Nam là những mô hình đã thực hiện thành công trên thế giới như Singapre, Trung Quốc ... Hội nghị Trung ương 3 (khoá X) về “Tiếp tục sắp xếp, đổi mới, phát triển và nâng cao hiệu quả doanh nghiệp nhà nước DNNN”, Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định số 151/2005/QĐ-TTg ngày 20/6/2005 thành lập Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước (SCIC). Theo đó, mô hình quản lý vốn nhà nước của Việt Nam được xác định là mô hình quản lý vốn hỗn hợp theo hình thức DN và cơ quan quản lý nhà nước làm đại diện chủ sở hữu vốn; trong đó, SCIC và bộ, ngành, UBND tỉnh, thành phố thực hiện chức năng đại diện chủ sở hữu vốn tại DNNN.

Để đáp ứng yêu cầu phát triển trong giai đoạn mới, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 09/NQ-CP ngày 03/02/2018 về thành lập Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại DN (CMSC), đánh dấu bước thay đổi lớn về mô hình quản lý vốn nhà nước đầu tư vào các DN tại Việt Nam, chuyển từ mô hình giao một DNNN quản lý sang mô hình giao cơ quan nhà nước chuyên trách quản lý. Đây là mô hình quản lý theo hình thức cơ quan nhà nước chuyên trách, lồng ghép hình thức doanh nghiệp. Việc thành lập CMSC, một cơ quan trực thuộc Chính phủ, không có chức năng quản lý nhà nước, thực hiện chức năng đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại DN nhằm khắc phục các tồn tại, hạn chế của SCIC.

Nghị quyết Đại hội Đảng lần thứ XII xác định: Tách chức năng chủ sở hữu tài sản, vốn của Nhà nước và chức năng quản lý nhà nước, chức năng quản trị kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước; sớm xoá bỏ chức năng đại diện chủ sở hữu nhà nước của các bộ, Ủy ban nhân dân đối với vốn, tài sản nhà nước tại các doanh nghiệp. Mô hình hình công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước là tổ chức tài chính đặc biệt của chính phủ, để triển khai một trong những chủ trương quan trọng của Đảng về đổi mới phương thức quản lý vốn Nhà nước từ cơ chế hành chính sang phương thức đầu tư, kinh doanh vốn tiên tiến, góp phần đẩy nhanh tiến trình sắp xếp, đổi mới, cổ phần hoá DNNN. Kết quả hoạt động của SCIC tiếp tục khẳng định chủ trương lớn, đúng đắn của Đảng và Nhà nước về đổi mới phương thức quản lý vốn Nhà nước đầu tư vào doanh nghiệp.

Định hướng của Đảng trong việc củng cố nền tài chính quốc gia được nêu rõ tại Chiến lược Phát triển kinh tế xã hội 2021- 2030 trình Đại hội Đảng XIII (Phần thứ hai trong Tóm tắt Dự thảo báo cáo Tổng kết thực hiện chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm 2011-2020, xây dựng chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm 2021 - 2030). Cụ thể như sau: “Cơ cấu lại ngân sách nhà nước, bảo đảm nền tài chính quốc gia an toàn, bền vững; tiếp tục cơ cấu lại thu, chi ngân sách nhà nước theo hướng tăng tỷ lệ thu nội địa, tăng tích lũy từ ngân sách nhà nước cho chi đầu tư phát triển; tăng sức chống chịu, bảo đảm an toàn, an ninh tài chính quốc gia”. Về vai trò của DNNN, Dự thảo Chiến lược Phát triển kinh tế xã hội 2021 - 2030 nhấn mạnh: “Củng cố, phát triển một số tập đoàn kinh tế nhà nước có quy mô lớn, hoạt động hiệu quả, có khả năng cạnh tranh khu vực và quốc tế trong một số ngành, lĩnh vực then chốt của nền kinh tế”.

Tại Thông báo số 186/TB-VPCP ngày 22/5/2020 về kết luận của Phó Thủ tướng Thường trực Trương Hòa Bình tại buổi làm việc về định hướng chiến lược phát triển SCIC, Phó Thủ tướng đã chỉ đạo định hướng chuyển đổi mô hình hoạt động của SCIC sang mô hình Quỹ Đầu tư chính phủ “Hoạt động đầu tư của SCIC cần phải có chiến lược phát triển đúng hướng, huy động được nhiều nguồn lực theo cơ chế thị trường để góp phần cùng các tập đoàn, tổng công ty tạo nên sức mạnh của kinh tế nhà

nước, tạo nguồn lực lớn để phát triển kinh tế, xã hội. SCIC phải xác định rõ hơn mục tiêu chiến lược trở thành nhà đầu tư chuyên nghiệp của Chính phủ, tăng quy mô để đáp ứng nhu cầu”.

Trong bối cảnh đó, việc phát triển SCIC theo hướng trở thành Quỹ Đầu tư chính phủ là phù hợp với định hướng của Đảng, Nhà nước về củng cố, phát triển các doanh nghiệp nhà nước quy mô lớn, hoạt động hiệu quả, đồng thời là giải pháp thiết thực trong việc tăng cường quy mô và chất lượng danh mục tài sản của Nhà nước do SCIC đại diện chủ sở hữu, qua đó bổ sung nguồn thu quan trọng cho ngân sách nhà nước, góp phần tăng sức chống chịu, bảo đảm an toàn, an ninh tài chính quốc gia.

5.1.1.2. Từ phân tích kết quả hoạt động của SCIC

Luận án phân tích chiến lược đầu tư, thể hiện qua những nhân tố, đặc điểm của doanh nghiệp mục tiêu, mà SCIC quan tâm và có phần sở hữu nhiều hơn, trong đó có bổ sung yếu tố về người lao động. Song song đó so sánh, đối chiếu các chiến lược đầu tư và hiệu quả đầu tư của SCIC và các SWF phi hàng hóa, từ đó đúc kết các hàm ý quan trọng nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC. Luận án tiến hành khảo sát ý kiến của các nhà quản lý của SCIC, các doanh nghiệp mục tiêu nhận đầu tư từ SCIC các chuyên gia ngành tài chính, vốn nhà nước nhằm kiểm tra sự thống nhất với kết quả định lượng và cung cấp bổ sung các hàm ý cần thiết.

Đầu tiên, kết quả phân tích chiến lược đầu tư cho thấy SCIC có khuynh hướng tăng mức sở hữu ở các công ty có quy mô lớn, phù hợp với giả thuyết cho rằng các công ty lớn có ý nghĩa kinh tế quan trọng và sức lan tỏa cao đối với quốc gia. Đối với biến đòn bẩy tài chính, kết quả cho thấy SCIC có xu hướng chọn những công ty có đòn bẩy tài chính thấp, có ít rủi ro. Biến Grow (Cơ hội tăng trưởng) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy SCIC tập trung vào các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp, do đó ít biến động hơn. Biến Cash_asset có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy SCIC tập trung vào các doanh nghiệp có tỷ lệ tiền mặt thấp, vì đây là một kênh để làm giảm chi phí người đại diện, giảm chi phí do động cơ dự phòng.

Biến ROA có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê nên cũng thống nhất với hàm ý rằng các doanh nghiệp mà SCIC lựa chọn là những doanh nghiệp lớn, ở giai đoạn bão hòa (cơ hội tăng trưởng thấp), giữ tiền mặt ít và hiệu quả tốt (ROA cao). Như vậy, phù hợp với lý thuyết quản trị tài chính, do có ít cơ hội đa dạng hóa vì chỉ đầu tư ở trong nước, SCIC có xu hướng chọn các doanh nghiệp có ít rủi ro.

Tiếp theo, các doanh nghiệp mục tiêu có SCIC đầu tư có xu hướng sử dụng ít lao động hơn. Điều này hàm ý SCIC có thể ít quan tâm đến mục tiêu xử lý việc làm. Điều này cũng phù hợp với nghiên cứu của JICA (2014) và định hướng mới cho SCIC là tổ chức đầu tư chuyên nghiệp hơn, tránh bị ảnh hưởng bởi các nhiệm vụ xã hội.

SCIC đầu tư nhiều vào ngành Healthcare (Y tế) và Utilities (Tiện ích) đối với các doanh nghiệp niêm yết. Tuy nhiên, các ngành Tài chính, Công nghiệp, Công nghệ cao, Viễn Thông lại ít được quan tâm đầu tư, cho thấy SCIC có thể bị hạn chế về các kinh nghiệm quản lý cần thiết ở các ngành này. Tóm lại, SCIC có xu hướng đầu tư vào những doanh nghiệp mục tiêu có rủi ro thấp, có tỷ lệ tiền mặt thấp nên giúp xử lý chi phí người đại diện, nên có hiệu quả cao.

Phân phân tích về hiệu quả đầu tư về mặt tài chính cho thấy nhìn chung sở hữu của SCIC có tác động tích cực đến hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu. Cụ thể hơn, mức sở hữu của SCIC có khả năng cải thiện hiệu quả tài chính của những doanh nghiệp có hiệu quả thấp thay vì chỉ phát huy tác động chủ yếu ở những doanh nghiệp có hiệu quả cao như trường hợp mẫu toàn bộ SWF. Mặc dù vậy, tác động này yếu hơn đối với những doanh nghiệp có hiệu quả kém hơn, và giảm khi doanh nghiệp có hiệu quả ở mức rất cao.

Đối với hiệu quả đầu tư về mặt phi tài chính, kết quả cho thấy SCIC không có tác động đáng kể đến EFFTAX và D_EMP. Điều này hàm ý SCIC chưa quan tâm nhiều đến việc giảm nộp thuế cho ngân sách nhà nước. Ngoài ra, D_EMP không có ý nghĩa thống kê, hàm ý SCIC cũng không quan tâm đến việc giảm lao động ở những doanh nghiệp mục tiêu. Như vậy, các xu hướng này khác biệt với trung bình các SWF, khi mà các SWF sẽ giảm thuế và giảm lao động khi doanh nghiệp có hiệu quả phi tài

chính ở mức tốt. Do đó, có thể thấy so với các SWF khác SCIC dường như vẫn có quan tâm đến hiệu quả phi tài chính của doanh nghiệp mục tiêu, thể hiện thông qua việc không có xu hướng làm giảm các mức đóng thuế và giảm lao động, để đạt được hiệu quả tài chính tốt hơn.

Ngoài ra, SCIC có khuynh hướng tác động làm tăng mức lương trung bình của các nhân viên ở các doanh nghiệp mục tiêu, tuy nhiên tác động tích cực này chỉ xuất hiện khi doanh nghiệp mục tiêu có mức lương ở mức thấp nhất trong toàn bộ phân phối lương của mẫu gồm các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam. Trong khi đó, các SWF trung bình sẽ có tác động làm tăng mức lương người lao động chỉ trừ khi mức lương ở phân vị cao nhất. Tóm lại, các kết quả phân tích cho thấy SCIC nhìn chung có khuynh hướng quan tâm đến hiệu quả tài chính và phi tài chính.

Về phần kết phỏng vấn, luận án thu về 10 bảng trả lời của các doanh nghiệp nhận đầu tư từ SCIC. Các ý kiến nhìn chung đánh giá cao vai trò của SCIC như một cổ đông tích cực, trong việc quyết định các dự án đầu tư; phân phối lợi nhuận; đánh giá việc thực hiện mục tiêu, nhiệm vụ được giao, hiệu quả sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp, nâng cao lợi nhuận kinh doanh, phát triển mạng lưới kinh doanh, quản trị chi phí tốt hơn. SCIC giúp các doanh nghiệp mục tiêu nhận diện các cơ hội đầu tư tốt, cũng như tranh thủ mạng lưới các đối tác, các công ty mục tiêu khác của SCIC. Tuy nhiên, hiệu quả về mặt trung và dài hạn của SCIC là chưa thể đánh giá vì về mặt dài hạn SCIC có khuynh hướng rút vốn theo yêu cầu của nhà nước. Điều này cũng dẫn đến việc các doanh nghiệp mục tiêu mong muốn SCIC kéo dài thời hạn thoái vốn, để có thể tiếp tục đồng hành và kiến toàn doanh nghiệp mục tiêu.

Tiếp theo, luận án thu về 5 phỏng vấn của lãnh đạo SCIC. Trong đó, tất cả đều khẳng định SCIC có hiệu quả kinh doanh tốt, chưa năm nào lỗ. Lãnh đạo SCIC khẳng định tôn trọng cơ chế quản trị của doanh nghiệp mục tiêu, nhưng sẽ bảo vệ quyền lợi của cổ đông, tham gia tích cực vào các quyết định quan trọng của doanh nghiệp mục tiêu để đạt hiệu quả cao hơn. Các ý kiến cũng cho biết ngoài hiệu quả tài chính, SCIC

cũng quan tâm đến hiệu quả về mặt lan tỏa, hiệu quả xã hội. Điều này thống nhất với kết quả định lượng ở trên về phần hiệu quả đầu tư của SCIC.

5.1.1.3. Từ mục tiêu phát triển của SCIC đến năm 2030 tầm nhìn đến năm 2035

Chiến lược phát triển SCIC giai đoạn 2020 - 2030 và tầm nhìn đến 2035 xác định định hướng tập trung đẩy mạnh hoạt động đầu tư kinh doanh vốn, thực hiện tốt vai trò là “nhà đầu tư của Chính phủ”, hướng tới mục tiêu trở thành Quỹ Đầu tư chính phủ.

Phát triển SCIC đặt trong tổng thể nền kinh tế Việt Nam, cụ thể là góp phần thúc đẩy tiến trình tái cơ cấu, sắp xếp, đổi mới và nâng cao hiệu quả DNNN; đẩy mạnh đổi mới phương thức đầu tư vốn Nhà nước; là tổ chức kinh tế đặc biệt có vai trò thực hiện thống nhất quyền và nghĩa vụ chủ sở hữu vốn Nhà nước tại DN đã cổ phần hoá. Tập trung đầu tư kinh doanh vốn vào một số ngành, lĩnh vực then chốt, trọng yếu Nhà nước cần nắm giữ chi phối, góp phần phát huy vai trò chủ đạo của kinh tế Nhà nước; đồng thời phải đảm bảo hiệu quả theo nguyên tắc thị trường.

Từ sau 2025, SCIC sẽ chuyển trọng tâm từ quản trị doanh nghiệp sang đầu tư, kinh doanh vốn một cách tích cực và chủ động. Thông qua đó, SCIC sẽ thực hiện đầy đủ và rõ nét hơn vai trò là nhà đầu tư của Chính phủ, với mục tiêu tìm kiếm cơ hội đầu tư vào các ngành, lĩnh vực mang lại hiệu quả kinh tế hoặc Nhà nước cần tiếp tục nắm giữ, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn tại doanh nghiệp. (Tại Thông báo số 186/TB- VPCP ngày 22/5/2020 về kết luận của Phó Thủ tướng Thường trực Trương Hòa Bình tại buổi làm việc về định hướng chiến lược phát triển SCIC, Phó Thủ tướng đã chỉ đạo định hướng chuyển đổi mô hình hoạt động của SCIC sang mô hình Quỹ Đầu tư chính phủ)

Mục tiêu cụ thể và tầm nhìn đến năm 2030: SCIC phấn đấu trở thành Tập đoàn đầu tư tài chính có quy mô lớn trong khu vực; là công cụ để Nhà nước đầu tư nắm giữ chi phối tại các ngành nghề, lĩnh vực then chốt của nền kinh tế với tổng tài sản (bao gồm tài sản Nhà nước uỷ thác quản lý) vào khoảng 46 tỷ USD (ước khoảng 1.000.000 tỷ đồng, tăng trưởng bình quân hơn 7%/năm giai đoạn 2020-2030).

Chiến lược phát triển SCIC tập trung vào 5 định hướng lớn sau:

Một là, định hướng tiếp nhận quyền đại diện chủ sở hữu vốn Nhà nước tại DN: Đẩy nhanh việc thực hiện tiếp nhận quyền đại diện chủ sở hữu Nhà nước tại các loại hình DN thuộc diện bàn giao cho Tổng công ty theo Nghị định số 151/2013/NĐ-CP ngày 01/11/2013, Nghị định số 147/2017/NĐ-CP ngày 25/11/2017, Nghị định số 131/2018-NĐ-CP ngày 29/9/2018 và các văn bản khác có liên quan theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ.

Hai là, định hướng quản trị: Áp dụng các chuẩn mực quản trị DN tiên tiến theo tiêu chuẩn quốc tế như: quyền hạn và nhiệm vụ của Đại hội đồng cổ đông; quyền của cổ đông, thực hiện quyền yêu cầu minh bạch và công bố thông tin; trách nhiệm của Hội đồng quản trị trong DN gắn với từng loại hình DN căn cứ theo Luật DN; thực hiện vai trò đại diện chủ sở hữu vốn Nhà nước tại các DN theo qui định của pháp luật. Nâng cao hiệu quả quản trị DN thông qua thực hiện các biện pháp phù hợp theo loại hình DN; phân loại DN thành 2 nhóm: A (giữ lại) và B (linh hoạt).

Ba là, tái cơ cấu danh mục đầu tư: Giai đoạn 2020 - 2025 và tầm nhìn đến năm 2030: Tập trung nắm giữ và đầu tư dài hạn ở một số ngành, lĩnh vực then chốt mà Nhà nước cần nắm giữ chi phối và thuộc diện đầu tư lâu dài của SCIC, cụ thể 5 ngành, lĩnh vực có hiệu quả trong danh mục hiện hữu, bao gồm: Thực phẩm – đồ uống, Viễn thông, Dược phẩm, Nhựa, Ngân hàng - Bảo hiểm.

Bốn là, định hướng đầu tư giai đoạn 2020-2025, tầm nhìn đến năm 2030: Bước sang giai đoạn này, việc triển khai tiếp nhận vốn Nhà nước, tiến hành tái cơ cấu và thoái vốn Nhà nước tại DN về cơ bản đã hoàn thành, SCIC sẽ chuyển sang tập trung mạnh hơn chức năng đầu tư kinh doanh vốn: Tập trung đầu tư vào các ngành, lĩnh vực then chốt của nền kinh tế mà Nhà nước cần nắm giữ quyền chi phối. Đầu tư vào một số dự án có quy mô lớn trong các lĩnh vực trọng yếu và có triển vọng lâu dài. Triển khai hoạt động đầu tư tài chính. Đẩy mạnh mua bán sáp nhập DN. Triển khai hoạt động đầu tư ra nước ngoài.

Năm là, hoạt động tư vấn: Đẩy mạnh triển khai các hoạt động tư vấn: quản trị DN, tái cơ cấu DN, cổ phần hóa, đầu tư dự án, mua

5.1.1.4. Kinh nghiệm từ các SWF trên thế giới

Trên thế giới có rất nhiều mô hình công ty đầu tư vốn nhà nước mà Việt Nam có thể tham khảo cũng như rút kinh nghiệm.

Kinh nghiệm của Singapore

Temasek Holdings Limited là một Tập đoàn đầu tư vốn của Nhà nước thuộc Bộ Tài chính của Chính phủ Singapore, có chức năng thực hiện đầu tư vốn vào các DN theo chiến lược phát triển kinh tế của Chính phủ, đại diện chủ sở hữu Nhà nước và quản lý phần vốn thuộc sở hữu của Chính phủ đầu tư tại các DN, được Chính phủ Singapore cấp vốn để đầu tư vào các DN khác. Việc cấp vốn này được thực hiện thông qua Bộ Tài chính trên cơ sở dự toán đầu tư vốn đã được Quốc hội phê chuẩn. Ngoài đặc điểm là tập đoàn do nhà nước đầu tư vốn, Temasek hoạt động như một tập đoàn tư nhân và được khẳng định là một nhà đầu tư và một cổ đông năng động. Những ưu thế về thể chế pháp trị minh bạch, cơ chế thị trường hiện đại và tính chuyên nghiệp cao, đã tạo điều kiện cho Temasek phát triển, uy tín ngày càng cao trong cộng đồng kinh doanh và tài chính, không chỉ trong nước mà còn vươn ra toàn cầu.

Mô hình Temasek của Singapore đã phát huy lợi ích quốc gia trên cả hai phương diện thương mại và phi thương mại. Mục tiêu thời kỳ đầu của Temasek là bảo vệ tài sản quốc gia, trong giai đoạn này Temasek thực hiện quyền sở hữu thay cho chính phủ tại các doanh nghiệp quan trọng nhất của quốc gia trong các ngành nghề vận chuyển, tiện ích công, viễn thông, thực phẩm, đồ uống, hệ thống kỹ thuật. Temasek cũng thoái vốn các khoản đầu tư nhỏ và bắt đầu mua lại cổ phần tại hàng trăm công ty có thị phần lớn tại Singapore và Châu Á. Sau đó, Temasek xác định mình là một nhà đầu tư ở Châu Á, không giữ tiền mặt rảnh rỗi, quan tâm đến các giá trị phi thương mại, thể hiện qua sự phân bổ đầu tư vào những tổ chức chưa sinh lợi, các ngân hàng lớn và các thị trường mới vì mục tiêu phát triển lâu dài hoặc vì mục tiêu chính trị.

Temasek có thể được coi là mô hình thành công ở khu vực châu Á. Tuy nhiên, Singapore là một quốc đảo, số lượng DNNN rất ít. Mô hình này phù hợp với điều kiện của Singapore, luật pháp hoàn chỉnh, nghiêm minh. Temasek được quyền chủ động trong việc đầu tư và rút vốn đầu tư khỏi DN. Tuy nhiên Temasek vẫn chủ yếu mang ý nghĩa thuần túy kinh doanh.

Phương thức đầu tư của Temasek chủ yếu thông qua mua cổ phần các DN kinh doanh dựa trên tầm nhìn, năng lực thẩm định và kỹ năng giao dịch đàm phán chuyên sâu. Danh mục đầu tư của Temasek gồm các DN trong nhiều ngành, có thể kể đến như: dịch vụ tài chính; viễn thông, truyền thông và công nghệ; vận tải và công nghiệp; tiêu dùng và bất động sản; nông nghiệp; năng lượng và nguồn lực.

Kinh nghiệm của Trung Quốc

Ủy ban quản lý và giám sát tài sản nhà nước của Trung Quốc (SASAC) được thành lập năm 2003. Mô hình SASAC gồm có SASAC trung ương quản lý tài sản và giám sát các tập đoàn nhà nước trung ương và các SASAC trực thuộc chính quyền địa phương. Nhiệm vụ chính của SASAC vừa là đại diện chủ sở hữu của các DNNN, hoặc cổ đông nhà nước của các doanh nghiệp có vốn nhà nước, vừa giám sát để giải quyết các vấn đề trong hoạt động hàng ngày tại các DNNN, tập đoàn kinh tế nhà nước trên 3 lĩnh vực: giám sát về nhân sự chủ chốt, giám sát các vấn đề trọng yếu của DN và giám sát tài sản nhà nước tại doanh nghiệp. SASAC đóng vai trò như một cổ đông tại doanh nghiệp và chịu trách nhiệm hữu hạn về phần vốn góp dưới sự điều chỉnh của Luật doanh nghiệp Trung Quốc.

SASAC đã xác định chức năng của mình là cơ quan quản lý tài sản nhà nước, SASAC đóng góp vào sự tiến bộ đáng kể trong tách bạch chức năng chủ sở hữu với các chức năng khác tại Trung Quốc, giúp đẩy mạnh vai trò của chủ sở hữu nhà nước tránh làm thất thoát tài sản nhà nước khi tư nhân hóa nhờ có sự giám sát chặt chẽ, hạn chế hoạt động quản lý khép kín trong nội bộ và tạo nguồn thu cho chính phủ từ cổ tức của các doanh nghiệp.

Tuy nhiên, thực tế hoạt động của SASAC đã bộc lộ nhiều điểm hạn chế, do là một cơ quan hành chính thực hiện việc quản lý doanh nghiệp, mô hình vận hành của

SASAC không tuân theo cơ chế thị trường nên đã dẫn đến không ít những hạn chế về hiệu quả quản trị doanh nghiệp. SASAC không có báo cáo tài chính riêng và không công khai, minh bạch thông tin hoạt động như mô hình các doanh nghiệp nên không có tiêu chí để đánh giá hiệu quả hoạt động của tổ chức này. SASAC thiếu tự chủ trong lựa chọn người lãnh đạo đứng đầu các DNNN và chế độ đãi ngộ dẫn đến hạn chế trong bộ máy nhân sự quản lý.

Do những hạn chế nội tại của mô hình hoạt động năm 2015, Chính phủ Trung Quốc đã ban hành một số định hướng thúc đẩy cải cách DNNN, trong đó đặt ra yêu cầu tăng cường quyền tự quyết cho Ban điều hành các DNNN, bãi bỏ việc can thiệp hành chính của chính quyền. Đặc biệt, tách biệt 2 chức năng quản lý vốn nhà nước và chức năng quản trị doanh nghiệp, thông qua mô hình 2 nhóm công ty: nhóm các doanh nghiệp vì mục tiêu công ích, an ninh quốc phòng (các công ty điều hành vốn nhà nước) và nhóm các doanh nghiệp hoạt động trên nguyên tắc thị trường và vì mục tiêu kinh doanh thương mại thuần túy, từ đó gia tăng vốn nhà nước và thúc đẩy nền kinh tế (các công ty đầu tư vốn nhà nước). Tiến tới, SASAC sẽ chỉ còn là cơ quan hoạch định chiến lược và chính sách cho hệ thống mà sẽ không trực tiếp can thiệp vào các hoạt động của doanh nghiệp.

SDIC được thành lập năm 1995 đặt dưới sự giám sát của SASAC, SDIC đóng vai trò trong việc nâng cao quản trị của các doanh nghiệp có vốn nhà nước, thúc đẩy việc nâng cao giá trị của các doanh nghiệp đầu tư, tăng cường hiệu quả đầu tư thông qua việc điều hành vốn và đảm bảo việc duy trì và gia tăng tài sản của nhà nước. Chiến lược đầu tư của SDIC nhằm phát triển kinh tế của nhà nước và đảm bảo yêu cầu về khả năng sinh lời, danh mục đầu tư của SDIC gồm ba lĩnh vực: dịch vụ tài chính chuyên nghiệp; đầu tư công nghiệp vào các ngành năng lượng, công nghệ cao; quản lý tài sản gồm tái cơ cấu và sáp nhập DNNN. Chính sách đầu tư của SDIC cũng được nghiên cứu và hoạch định thông qua việc mời chuyên gia từ các ngành nghề khác nhau thực hiện, chính sách quản lý rủi ro cũng được xác định bởi chuyên gia độc lập. Phương thức SDIC giám sát hoạt động của các DN thông qua ban kiểm soát. Tầm nhìn của SDIC là phát triển thành một tập đoàn đầu tư lớn với đầy đủ chức năng, đặc trưng của Trung Quốc và cạnh tranh trên

trường quốc tế với mục tiêu tối đa hóa phần tài sản của mình và đã xây dựng khuôn khổ kinh doanh độc đáo. Hình thức DN quản lý vốn như mô hình SDIC là gần với mô hình Việt Nam lựa chọn nhất, cơ chế Nhà nước thực hiện vai trò cổ đông tại DN có thể thấy Trung Quốc cũng đang thực hiện cải cách quản lý DN thông qua việc thực hiện quyền lợi từ vốn đầu tư của nhà nước tại DN theo cơ chế cổ đông. Nhà nước chỉ cần nắm giữ số ít những DN then chốt với quy mô danh mục tinh gọn.

Kinh nghiệm của Malaysia

Khazanah Nasional Berhad của Malaysia là mô hình quản lý vốn nhà nước chú trọng đến mục tiêu quốc gia. Khazanah là một quỹ đầu tư của chính phủ Malaysia, thành lập năm 1993, là tổ chức đầu tư vốn nhà nước có cơ cấu gồm công ty mẹ (Khazanah Nasional Berhad), các công ty con và các công ty có cổ phần, vốn góp của công ty mẹ. Khazanah Nasional Berhad được giao thực hiện các chức năng, nhiệm vụ: quản lý các khoản vốn đầu tư do Chính phủ Malaysia giao; thực hiện các khoản đầu tư mới trong các ngành, lĩnh vực mang tính chiến lược, lĩnh vực công nghệ cao và tìm kiếm các khoản đầu tư chiến lược ở nước ngoài; quản lý có hiệu quả vốn, tài sản của Chính phủ Malaysia tại các doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp khác. Khazanah được giao quản lý các tài sản thương mại của chính phủ và thực hiện các dự án đầu tư chiến lược vào các ngành công nghiệp và khu vực mới, nhiệm vụ của quỹ đầu tư này là thúc đẩy tạo ra giá trị cho cổ đông, nâng cao hiệu quả và cải thiện quản trị doanh nghiệp tại các GLC. Ban lãnh đạo cao cấp của Khazanah có thủ tướng chính phủ và bộ trưởng tham gia vào hội đồng quản trị, và các chuyên gia có trình độ, kinh nghiệm về đầu tư tài chính. Khazanah đóng vai trò tiên phong trong thúc đẩy cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước để trở thành các doanh nghiệp hiệu quả cao, các doanh nghiệp nhà nước ở đây là các doanh nghiệp kinh doanh trong lĩnh vực trọng điểm và chính phủ Malaysia nắm giữ cổ phần sở hữu trực tiếp. Khazanah cũng đóng vai trò là một nhà đầu tư chiến lược hiệu quả thông qua việc định hướng và xây dựng giá trị chiến lược, gia tăng cổ phần lớn hơn.

Những kinh nghiệm cho Việt Nam rút ra từ các SWF trên thế giới

Từ nghiên cứu kinh nghiệm của các SWF trên thế giới, đặc biệt là Trung Quốc và Singapore là 2 quốc gia có nhiều đặc điểm tương đồng với Việt Nam, có thể

đúc kết một vài kinh nghiệm liên quan đến quyền sở hữu hay chiến lược đầu tư của công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước với DN mục tiêu như sau:

Một là, nhà nước thực hiện quyền sở hữu vốn nhà nước ở các DN mà nhà nước đầu tư thông qua một công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước. Mô hình đại diện này giúp nhà nước tách bạch được quyền sở hữu và quản lý nhà nước đối với DN. Singapore đã tạo điều kiện tốt nhất cho công ty hoạt động và toàn quyền đưa ra các quyết định quản lý theo đúng mục tiêu mà công ty đã xây dựng. Tuy nhiên, Temasek chỉ thích hợp với số lượng các DN có vốn đầu tư Nhà nước không quá lớn, không quá phức tạp. Mô hình công ty của Trung Quốc cho thấy sự công kênh và vẫn còn mang tính chất quản lý hành chính Nhà nước, kinh nghiệm này rất quý cho Việt Nam để tránh mắc phải. Ở một khía cạnh khác, có thể nhận thấy vai trò của SCIC trong những năm gần đây giống với vai trò của SASAC, mặc dù SCIC khao khát giống như Temasek.

Hai là, việc đầu tư vào các DN mục tiêu cần được thực hiện căn cứ vào chiến lược đầu tư, mục tiêu đầu tư của công ty, đồng thời phải phân tích dự báo môi trường kinh doanh trong nước và quốc tế trong ngắn hạn và dài hạn. Danh mục đầu tư vào những lĩnh vực then chốt của nhà nước cần nắm giữ và định hướng.

Ba là, nên coi trọng việc xây dựng được bộ tiêu chí quản trị DN giúp người đại diện vốn nhà nước tại các DN mục tiêu có được chuẩn mực để tuân thủ. Đồng thời, việc công khai tài chính sẽ giúp cho công ty đầu tư và kinh doanh vốn minh bạch hơn trong kinh doanh, khiến cho các quyết định của mình đều được giám sát và thu hút đầu tư, tạo sự tin tưởng của DN cũng như xã hội.

Bốn là, kinh nghiệm của Temasek cho thấy điều kiện cần để mô hình này có thể thành công là tính minh bạch trong hoạt động, tính chuyên nghiệp trong quản lý và điều hành các hoạt động đầu tư. Theo đánh giá của Edward Truman (Peterson Institute for International Economics) chỉ số minh bạch của Temasek đứng thứ hai ở châu Á và là một trong những SWF có chỉ số minh bạch vào loại cao trên thế giới, thể hiện rất rõ qua việc tự nguyện công bố báo cáo tài chính hàng năm. Tính chuyên nghiệp của Temasek còn thể hiện qua chiến lược, quy trình đầu tư,

cơ chế quản lý rủi ro và nhất là chế độ lương thưởng gắn liền vào lợi nhuận đầu tư. Với SCIC, chưa kể việc thiếu vắng một quy trình đầu tư minh bạch và chuyên nghiệp, một cơ chế quản lý rủi ro hiện đại, những người đại diện cho SCIC hoàn toàn không có một chế độ đãi ngộ và thưởng nào theo cơ chế thị trường. Các quy định về lương và phụ cấp của người đại diện không khác gì của một nhân viên hành chính sự nghiệp. Điều này vừa làm giảm động cơ làm việc, vừa dễ gây ra chảy máu nhân viên có năng lực cho các quỹ đầu tư tư nhân khác.

5.1.2. Những quan điểm cơ bản nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC

Mô hình hoạt động của SCIC là một minh chứng thành công cho quá trình chuyển đổi triệt để DNNN, là sự phát triển bền vững về mặt tài chính và phi tài chính, là hướng đi phù hợp phù hợp với kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, phù hợp với xu hướng quản lý, đầu tư, kinh doanh vốn nhà nước ở một số quốc gia tiên tiến trên thế giới, thể hiện qua các quan điểm sau:

Một là, Sự can thiệp của nhà nước vào nền kinh tế thị trường là một tất yếu khách quan, phù hợp với quy luật phát triển, trong đó doanh nghiệp nhà nước là một lực lượng vật chất quan trọng của kinh tế nhà nước, góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế và thực hiện tiến bộ, công bằng xã hội trong từng chính sách phát triển, doanh nghiệp. Doanh nghiệp nhà nước tập trung vào những lĩnh vực then chốt, thiết yếu, những địa bàn quan trọng và quốc phòng, an ninh, những lĩnh vực mà các doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế khác không đầu tư. Doanh nghiệp nhà nước thực sự hoạt động theo cơ chế thị trường, tự chủ, tự chịu trách nhiệm, cạnh tranh bình đẳng với các thành phần kinh tế khác theo quy định pháp luật, tách bạch nhiệm vụ kinh doanh và nhiệm vụ chính trị, công ích của doanh nghiệp nhà nước. Việc thành lập SCIC là một yêu cầu khách quan để phát triển của nền kinh tế Việt Nam.

Hai là, Mô hình SCIC được thành lập trên cơ sở vận dụng mô hình doanh nghiệp quản lý vốn nhà nước trên thế giới đã thực hiện thành công và phù hợp với sự phát triển của Việt Nam hiện nay và đây cũng là mô hình phù hợp với quy luật phát triển của nền kinh tế thị trường. Chính phủ thành lập, giao cho một doanh nghiệp trực thuộc trực tiếp đầu tư vào các doanh nghiệp mới hoặc mua lại cổ phần của các công

ty hiện có để quản trị tốt hơn nguồn tài chính của doanh nghiệp. DN đầu tư vốn nhà nước này được hoạt động như một DN thông thường với mục tiêu đảm bảo tính hiệu quả, lợi nhuận trong đầu tư nguồn vốn nhà nước. Đồng thời, hỗ trợ quản trị, kinh doanh của các doanh nghiệp khác để đảm bảo sự ổn định của nền kinh tế. Đây là mô hình quản lý vốn nhà nước có tính kinh doanh thuần túy nhất, có sự độc lập tương đối với các mục tiêu chính trị và hoạt động của Chính phủ. Đây là chủ trương nhất quán, xuyên suốt của Đảng và Chính phủ Việt Nam.

Ba là, Quan hệ sở hữu nhà nước, quan hệ kinh tế - tổ chức và quan hệ phân phối giữa SCIC với nhà nước, SCIC với các doanh nghiệp mục tiêu, quan hệ phân phối giữa người lao động, nhà quản lý, người góp vốn đảm bảo đúng quan điểm chủ trương của Đảng, Nhà nước là tăng cường vai trò chủ đạo của kinh tế nhà nước, thông qua các doanh nghiệp nhà nước, cụ thể là SCIC.

Bốn là, SCIC như là một tổ chức tài chính đặc biệt của chính phủ nên hiệu quả hoạt động của SCIC phải được xem xét một cách toàn diện, đầy đủ và đúng với vai trò trách nhiệm của nó; trong đó tiêu chí đánh giá hiệu quả không chỉ tập trung quanh các chỉ tiêu tài chính, trong khi các SCIC 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, điều này phù hợp với các nghiên cứu trước khi nói về động cơ chính trị khi thành lập các SWF trên thế giới.

Năm là, Để nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư vốn của các doanh nghiệp nói chung và của SCIC nói riêng, thì việc nghiên cứu đánh giá các yếu tố ảnh hưởng đến mức sở hữu, chiến lược đầu tư đến các doanh nghiệp mục tiêu có ý rất quan trọng, nó quyết định sự bảo tồn nguồn vốn hay tăng trưởng nguồn vốn tài chính trong tương lai, hay nói cách khác nó quyết định sự sống còn của doanh nghiệp.

Sáu là, Năng lực hoạch định chiến lược và phân bổ nguồn lực đầu tư có ý nghĩa quyết định đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cùng với những thay đổi về tư duy kinh tế, nhận thức của Đảng về nguồn lực và cơ chế phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế thị trường định hướng XHCN cũng có sự thay đổi và phát

triển, việc thừa nhận cơ chế thị trường như một cơ chế bổ sung cho phân bổ nguồn lực cùng với cơ chế kế hoạch hoá. Vai trò của nhà nước là định hướng cho sự phát triển trên cơ sở tôn trọng các nguyên tắc thị trường, tạo điều kiện về cơ chế chính sách để phát huy các nguồn lực và hạn chế các rủi ro, tiêu cực của cơ chế thị trường. Trong điều kiện các doanh nghiệp cạnh tranh bình đẳng theo cơ chế thị trường, lấy hiệu quả hoạt động làm thước đo đánh giá; việc phát huy lợi thế so sánh về tiếp cận các nguồn tài nguyên vốn, cơ chế chính sách của nhà nước và các nguồn tài nguyên khác để phân bổ nguồn lực đầu tư một cách phù hợp nhất là một kỹ năng, nghệ thuật của các nhà quản trị hoạch định chiến lược.

Bảy là, Vai trò chỉ đạo, định hướng, dẫn dắt của nhà nước trong nền kinh tế quyết định sự phát triển bền vững nền kinh tế, của doanh nghiệp và thể hiện bản chất của một thể chế chính trị. Nhà nước giữ lại và đầu tư vào những lĩnh vực trọng yếu, cần thiết có sự quản lý của Nhà nước hoặc hiệu quả; đẩy mạnh thoái vốn đầu tư ở các DNNN không cần thiết quản lý. Đồng thời, bước đầu khắc phục được các hạn chế của cơ chế giao bộ, ngành quản lý trước đây như: sự chòng chéo, mâu thuẫn giữa chức năng đại diện chủ sở hữu với chức năng quản lý nhà nước; nâng cao hiệu quả quản lý vốn nhà nước hơn các bộ, ngành do tính chủ động, linh hoạt và nhạy cảm với thị trường của mô hình DN.

Tám là, Xác định SCIC là công cụ hữu hiệu của nhà nước trong việc tiếp tục sắp xếp, CPH và cơ cấu lại phần vốn nhà nước, tích tụ, tập trung vốn nhà nước để đáp ứng nhiệm vụ đầu tư theo định hướng của Đảng và Nhà nước, bởi vì quá trình CPH còn lâu dài và nhiều phức tạp. Bên cạnh đó cần phải củng cố, tái cơ cấu các DN tiếp nhận, SCIC đã từng bước thoái vốn nhà nước đang đầu tư ở những lĩnh vực nhà nước không cần nắm giữ chi phối. Cần có giải pháp xác lập tạo điểm nhấn trong hoạt động kinh doanh của SCIC, khẳng định vai trò quan trọng của SCIC trong tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước. Sự ra đời của SCIC là một bước phát triển tất yếu khi hình thức địa phương, bộ chủ quản trước đây không còn phù hợp trong một nền kinh tế thị trường. Có thể nói vai trò chính của SCIC từ khi thành lập đến nay là tập trung cỗ phần của nhà nước vào một cơ quan có khả năng và chuyên môn để quản lý hiệu quả.

Chính là, Nhất quán quan điểm về kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa và vai trò của doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam: quan điểm của Đảng và Nhà nước ta về nguồn lực và cơ chế phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế thị trường định hướng XHCN ngày càng hoàn thiện, có sự thay đổi theo hướng phát triển, hiện đại, tiệm cận với những chuẩn mực quốc tế; đặc biệt là thị trường tài chính, tiền tệ, thị trường vốn, trong đó có công tác quản lý và kinh doanh vốn nhà nước; trong bối cảnh đó cho thấy sự cần thiết ra đời mô hình Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước ở Việt Nam. Đó chính là sự kết hợp hiệu quả giữa tính KTTT và tính định hướng XHCN cũng chính là đáp ứng xu hướng mới mang tầm vóc thời đại, đòi hỏi có sự kết hợp tất yếu của bàn tay thị trường với bàn tay nhà nước trong một mô hình quản lý xã hội mới đang dần định hình trên thế giới, là sự kết hợp cả “bàn tay vô hình” của cơ chế thị trường với “bàn tay hữu hình” của nhà nước để giải quyết các vấn đề xã hội trên nguyên tắc công bằng, chăm lo đời sống Nhân dân.

5.2. Các giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước ở Việt Nam

5.2.1 Nhóm giải pháp về sở hữu và chức năng đại diện vốn chủ sở hữu của SCIC tại các doanh nghiệp mục tiêu

5.2.1.1. Giải pháp về sở hữu vốn nhà nước tại doanh nghiệp mục tiêu của SCIC

Phân tích mô hình đầu tư SCIC ở chương 4, xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SCIC tại các doanh nghiệp mục tiêu và các tác động từ đầu tư, hiệu quả hoạt động của SCIC. Vận dụng lý thuyết về quyền sở hữu, có thể thấy trong các mối quan hệ trong quá trình vận hành đều xuất hiện mâu thuẫn giữa hai bên SCIC và doanh nghiệp nhận đầu tư từ SCIC; cơ chế kiểm soát là cần thiết để giảm thiểu các xung đột lợi ích, đảm bảo vai trò của SCIC đồng thời phát huy sự chủ động của các doanh nghiệp mục tiêu. Do đó, giải pháp quan trọng là các đại diện của SCIC tại các doanh nghiệp mục tiêu cần có sự vận hành thông suốt, cơ chế quản trị của SCIC cần tăng tính hợp pháp, tính minh bạch và đảm bảo vốn được sử dụng cho các mục tiêu đầu tư sinh lời tốt, giải quyết các vấn đề về mức sở hữu của SCIC.

Qua phân tích định lượng chương 4, Bảng 4.3 cho thấy tỷ lệ các doanh nghiệp nhận đầu tư của SCIC là 8,3% SCIC chỉ mới đầu tư vào một phần nhỏ các doanh nghiệp niêm yết trong nước. Bảng 4.4 và 4.5, cho thấy SCIC có xu hướng sở hữu một số khá ít DN mục tiêu, nhưng lại sở hữu một lượng đáng kể cổ phần ở các DN mục tiêu này (trên 30%), có thể thấy đây sẽ là điều kiện tốt để các SCIC có thể gây sức ép đến ban giám đốc của DN mục tiêu. Kết quả định lượng bảng 4.11, biến

Leverage có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy SCIC có xu hướng chọn những công ty có đòn bẩy tài chính thấp, có ít rủi ro. Biến Grow có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy SCIC tập trung vào các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp, do đó cũng có ít rủi ro. Điều này cũng hàm ý sự giới hạn trong kinh nghiệm và kỹ năng quản lý của SCIC trong việc đầu tư vào các doanh nghiệp mục tiêu có mức tăng trưởng cao. Cần tăng cường nhân sự của SCIC tham gia vào công tác quản trị, điều hành,

là người đại diện của SCIC tại các DN; công khai hệ thống thông tin và cơ sở dữ liệu đồng bộ, thông suốt, toàn diện về hoạt động giữa SCIC và doanh nghiệp; tăng cường công tác thông tin truyền thông, đối ngoại, thông tin quản lý điều hành hoạt động đầu tư kinh doanh, các dự án, thông tin tài chính kế toán. Thực tiễn đặt ra với các DN có vốn đầu tư nhà nước hiện nay do SCIC đang quản lý có hệ số nợ tương đối cao; do đó, việc sử dụng vốn chủ sở hữu nhiều trong tổng nguồn vốn sẽ giúp cho DN có mức độ tự chủ tài chính cao, rủi ro tài chính thấp, SCIC cần phải xây dựng được chiến lược tài chính trong đó có định hướng phân phối lợi nhuận sau thuế cho các DN có vốn đầu tư Nhà nước

5.2.1.2. Hoàn thiện mô hình đại diện vốn chủ sở hữu tại các doanh nghiệp

Hoàn thiện mô hình quản lý vốn nhà nước tại các doanh nghiệp, trước hết tiếp tục phát huy mô hình tách chức năng chủ sở hữu tài sản, vốn của Nhà nước và chức năng quản lý nhà nước. Tiếp tục sửa đổi, bổ sung Điều lệ tổ chức và hoạt động của SCIC trên quan điểm quá trình cơ cấu lại và bán vốn Nhà nước của SCIC; đồng thời khẳng định rõ vai trò nhà đầu tư chiến lược của Chính phủ của SCIC trong quá trình xây dựng, thực thi chính sách kinh doanh vốn Nhà nước, nâng cao tính tự chủ, tự chịu trách nhiệm của SCIC. Hoàn thiện mô hình Ủy ban quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp.

Chuyển đổi từ hình Tổng công ty thành mô hình Quỹ Đầu tư chính phủ để tăng cường là tính tự chủ, tự quyết trong hoạt động đầu tư, kinh doanh vốn cũng như quy mô của nguồn vốn được quản lý. Sau khi chuyển sang mô hình Quỹ Đầu tư chính phủ, cùng với các quy định pháp lý chuyên ngành được ban hành, SCIC sẽ được “cởi trói” và thực sự “lớn lên”, chủ động triển khai các hoạt động kinh doanh của mình; việc quản lý phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp vẫn do SCIC thực hiện, nhưng tính chất của mối quan hệ giữa SCIC và doanh nghiệp sẽ có sự thay đổi đáng kể, SCIC thực sự có điều kiện để thể hiện rõ vai trò “cổ đông năng động” và hỗ trợ tích cực doanh nghiệp trong việc cải thiện chất lượng quản trị doanh nghiệp theo thông lệ tốt nhất.

Đối với Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh là hai trung tâm kinh tế trọng điểm của cả nước và khu vực, tập trung nhiều DNNN, nên giao UBND hai thành phố này thực hiện chức năng đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại các doanh nghiệp trên địa bàn thông qua một định chế tài chính công cụ thể là hình thành các Tổng Công ty Đầu tư và kinh doanh vốn trực thuộc UBND Thành phố. Đối với Thành phố Hồ Chí Minh tiếp tục phát huy mô hình Công ty Đầu tư Tài chính Nhà nước (HFIC), bổ sung và hoàn thiện chức năng, phát triển đa ngành nghề theo mô hình hoạt động của SCIC để thực hiện chức năng đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại các doanh nghiệp có vốn góp nhà nước trực thuộc UBND Thành phố Hồ Chí Minh. Đối với thành phố Hà Nội có thể nghiên cứu áp dụng mô hình tương tự Thành phố Hồ Chí Minh.

5.2.1.3. Giải pháp về tác động múu sở hữu của SCIC tại doanh nghiệp mục tiêu

Về tác động từ đầu tư, Avendano và Santiso (2009) cho rằng các quyết định đầu tư của SWF nếu không bị ảnh hưởng bởi yếu tố chính trị và hiệu quả đầu tư vẫn tốt so với quỹ tương hỗ. Gangi và cộng sự (2018) cung cấp bằng chứng cho thấy các quỹ có nhiều mục tiêu và chuyên phục vụ mục đích phát triển của quốc gia thường có tác động tiêu cực đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu. Các nghiên cứu đã chỉ ra rằng SWF đáp ứng áp lực chính trị để hỗ trợ các mục tiêu ngắn hạn và trong nước (Shleifer và Vishny, 1994). Do đó, SWF không chỉ có mục đích tài chính (Alsweilem và cộng sự, 2015). Áp lực chính trị ảnh hưởng đến quá trình ra quyết định của SWF có thể khiến họ đưa ra quyết định đầu tư lệch lạc. SWF hướng đầu tư của họ vào các

ngành công nghiệp địa phương nơi nhu cầu xã hội nhạy cảm hơn, do đó họ thừa nhận sự đánh đổi giữa lợi nhuận tài chính và lợi ích xã hội. Do vậy, các nghiên cứu đối với những SWF khác cũng như kết quả của luận án cho thấy có lẽ chính phủ nên tách bạch giữa nhiệm vụ đầu tư và các nhiệm vụ xã hội khác đối với SCIC, để hiệu quả đầu tư của đơn vị này có thể được nâng cao hơn nữa. Kiến nghị này cũng thống nhất với nghiên cứu về SCIC của Dự án tăng cường năng lực quản lý tài chính doanh nghiệp để triển khai thực hiện tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước “Dự án Umbrella” (2017), là một trong những dự án hợp tác kỹ thuật giữa Bộ tài chính Việt Nam và Tổ chức Hợp tác Quốc tế Nhật Bản (JICA).

Đối với hiệu quả về mặt tiền lương, việc SCIC chỉ có khuynh hướng làm tăng tiền lương đối với doanh nghiệp có tiền lương quá thấp cho thấy dù SCIC có quan tâm đến hiệu quả phi tài chính, nhưng đơn vị này vẫn dành ưu tiên nhiều cho hiệu quả tài chính, tránh gây áp lực về chi phí nhằm tạo điều kiện tăng hiệu quả tài chính. Đây là hành vi khá phù hợp, vừa đảm bảo lợi ích tài chính, và phi tài chính.

SCIC cần tăng cường định hướng chiến lược các doanh nghiệp mục tiêu: Trong điều kiện tác động của kinh tế, tài chính toàn cầu, sự suy giảm của thị trường vốn, thị trường chứng khoán trong nước, thị trường tài chính cũng ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động đầu tư kinh doanh vốn của các doanh nghiệp mục tiêu. Do đó, với kinh nghiệm của mình SCIC cần tăng cường hỗ trợ doanh nghiệp mục tiêu phát triển, thông qua các hoạt động dự báo, hỗ trợ các doanh nghiệp tiếp cận các chủ trương của chính phủ về nguồn vốn, tài nguyên. Với tư cách SCIC là đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước hoạt động theo nguyên tắc thị trường, nghĩa là SCIC cũng đóng vai trò bình đẳng như các cổ đông khác và chịu ảnh hưởng của luật doanh nghiệp hiện hành. Đảm bảo và phát huy tối đa vai trò của cổ đông nhà nước tại doanh nghiệp, cần giữ vai trò tiên phong thông qua biện pháp quản trị doanh nghiệp, hỗ trợ doanh nghiệp phát triển về hoạt động kinh doanh như cũng như nhận diện các tồn tại hạn chế rủi ro, hoàn thiện hệ thống quy chế, thay đổi về quản

trị, đặc biệt đối với các doanh nghiệp tỷ lệ vốn nhà nước chiếm tỷ lệ sở hữu cao, đủ tỷ lệ biểu quyết tại doanh nghiệp.

SCIC cần đánh giá rà soát lại thật cụ thể từng đối tượng doanh nghiệp theo từng lĩnh vực hoạt động kinh doanh, kết quả doanh thu, lợi nhuận. Đánh giá lợi thế so sánh và hạn chế của từng doanh nghiệp, để từ đó có những biện pháp thực hiện tái cơ cấu lại các doanh nghiệp đã cổ phần hóa mà SCIC tiếp nhận phần vốn để tái cơ cấu hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp mục tiêu, hỗ trợ doanh nghiệp xác định mục tiêu, giải pháp và định hướng chiến lược phát triển trong dài hạn.

5.2.1.4. Giải pháp về tăng cường quan hệ sở hữu nhà nước, doanh nghiệp

SCIC cần củng cố quan hệ kinh tế - tổ chức và gia tăng quan hệ phân phối, trong đó chú trọng phân phối giữa SCIC với Nhà nước, SCIC với các doanh nghiệp mục tiêu, quan hệ phân phối giữa SCIC với người lao động, nhà quản lý, người góp vốn đảm bảo đúng quan điểm của việc tăng cường vai trò chủ đạo của kinh tế nhà nước, thông qua các doanh nghiệp nhà nước. Cần thể hiện rõ các mối quan hệ thông qua các hoạt động nâng cao hiệu quả xã hội, mà đặc biệt tỷ lệ đóng góp thuế.

5.2.2. Nhóm giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động cấp doanh nghiệp SCIC

5.2.2.1. Giải pháp nâng cao hiệu quả tài chính của SCIC

Về hiệu quả tài chính, có thể thấy SCIC có khả năng cải thiện hiệu quả của các doanh nghiệp có hiệu quả thấp dù mức cải thiện này chưa được cao. Ở mức cao nhất thì khả năng cải thiện của SCIC cũng không còn. Do đó, ở mức trung bình SCIC làm khá tốt nhưng vẫn còn cần cải thiện khả năng nâng cao hiệu quả ở những doanh nghiệp có hiệu quả quá thấp hoặc quá cao. Muốn như vậy, bản thân đội ngũ SCIC cần được khuyến khích học tập, nâng cao tư duy quản lý, nhạy bén để tạo khả năng nhận diện các cơ hội đầu tư tốt, đưa ra các đề xuất phù hợp với tình hình công ty mục tiêu. Nhờ tăng cường đội ngũ, SCIC sẽ có thể tiếp tục cải thiện hiệu quả tài chính của những doanh nghiệp có hiệu quả thấp, thậm chí tiếp tục nâng cao hiệu quả của những doanh nghiệp có hiệu quả cao nhất.

Kết quả khảo sát cho thấy các doanh nghiệp mục tiêu đánh giá cao vai trò của SCIC. SCIC có cất nhắc các nhân sự quan trọng thay mặt phần vốn tham gia điều hành, quản trị đối với công ty mục tiêu, và điều này hoàn toàn giúp tăng cường năng lực quản trị, hoàn thiện quy trình, quy định của công ty theo đúng pháp luật. Các công ty mục tiêu do đó mong muốn SCIC giãn tiến độ thoái vốn, và tiếp tục đồng hành với mình. Do đó, SCIC có thể cân nhắc tiến độ thoái vốn nếu SCIC có đóng góp lớn đối với công ty mục tiêu hiện tại. Mặc dù vậy, có lẽ vẫn nên cân nhắc việc duy trì vốn với kỳ hạn dài tại các đơn vị mục tiêu vì các nghiên cứu như Knill và cộng sự (2012b), Park và cộng sự (2018) đều cho thấy 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. Có thể cần tìm hiểu kỹ hơn những nguyên nhân vì sao sở hữu của SWF trong dài hạn lại có tác động tiêu cực, từ đó tháo gỡ, tìm cách vượt qua những nguyên nhân này, tạo điều kiện đồng hành với doanh nghiệp mục tiêu được tốt hơn trong dài hạn.

SCIC được đánh giá cao một phần là nhờ mạng lưới các DN mục tiêu mà nó đang quản lý cũng như các đối tác khác. Đây là cơ sở để SCIC có những đóng góp cải thiện hiệu quả của công ty mục tiêu. SCIC nhờ vào việc tham gia điều hành các doanh nghiệp mục tiêu, có thể xem xét và nắm bắt tốt năng lực của các công ty, từ đó vừa đề xuất cơ hội đầu tư, vừa đề xuất đối tác đầu tư cho nhau. Điều này sẽ mang lại lợi ích to lớn cho các doanh nghiệp mục tiêu, vì SCIC sẽ đóng vai trò như một trung gian, nhưng với sự hiểu biết rất kỹ càng về các doanh nghiệp mình đang nắm phần đầu tư. Tuy vậy, để có thể phát huy vai trò này một cách hiệu quả hơn, SCIC cần là một kênh trung gian đáng tin cậy, không nên bị các mối lợi riêng chi phối.

5.2.2.2. Giải pháp nâng cao hiệu quả phi tài chính của SCIC

Nền kinh tế mà chúng ta lựa chọn là nền KTTT định hướng XHCN, vì vậy, tăng trưởng phải hướng vào mục tiêu phát triển toàn diện con người, tăng trưởng bền vững, tăng trưởng công bằng; yếu tố xã hội trong nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa là song song với đẩy nhanh nhịp độ tăng trưởng kinh tế, thì đặc biệt quan tâm là nâng cao đời sống nhân dân. Đối với SCIC ngoài các chỉ tiêu về kinh tế cần phải chú trọng nâng cao chất lượng các chỉ tiêu về mặt xã hội như giải quyết việc

làm cho người dân, chế độ tiền lương cho nhân viên và các phúc lợi xã hội khác đảm bảo quyền lợi cho cán bộ nhân viên của SCIC cũng như các doanh nghiệp mục tiêu. Qua phân tích về hiệu quả phi tài chính, theo kết quả định lượng cũng như định tính, SCIC có quan tâm đến hiệu quả phi tài chính ở một mức độ nào đó. Ví dụ, SCIC không có khuynh hướng làm giảm thuế phải nộp và giảm lao động, trong khi các SWF nhìn chung sẽ có khuynh hướng này. Tuy nhiên, đối với mức lương của người lao động, SCIC chỉ có khuynh hướng làm tăng mức lương khi thu nhập của người lao động quá thấp. Việc duy trì hiệu quả phi tài chính là rất đáng khen ngợi (đối với thuế và lao động, ít nhất so với các SWF khác), tuy nhiên điều này có thể dẫn tới các áp lực đối với hiệu quả tài chính. Do đó, SCIC nên cân nhắc sự cân bằng của hai loại hiệu quả này, không để các mệnh lệnh hành chính ảnh hưởng, gây ra các lệch lạc đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp mục tiêu

5.2.2.3. Giải pháp về chiến lược đầu tư của SCIC

Kết quả nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp mục tiêu mà SCIC có mức sở hữu cao là các doanh nghiệp lớn, thuộc ngành công ích, y tế. Dyck và Morse (2011) cho thấy các SWF dù cũng có xu hướng đa dạng hóa tài sản, nhưng tập trung vào các ngành công nghiệp viễn thông, vận tải, năng lượng và đặc biệt là ngành tài chính. Thống nhất với những nghiên cứu khác, các doanh nghiệp lớn thường được SWF đầu tư vì đây là những doanh nghiệp có sức lan tỏa và tầm quan trọng lớn đối với nền kinh tế. Điều này cũng thống nhất với kết quả khảo sát. Đầu tư vào các doanh nghiệp lớn cũng ít rủi ro và khả năng bắt cân xứng thông tin cũng thấp hơn, nhờ đó khả năng mất vốn nhà nước cũng thấp hơn. Các doanh nghiệp có ROA cao cũng có ít rủi ro đối với SCIC.

Tuy nhiên, việc SCIC ít đầu tư vào các ngành công nghiệp có trình độ cao như viễn thông, công nghệ thông tin cũng là một thiếu sót. Mặc dù hiện tại danh mục ngành đầu tư của SCIC tương đối đa dạng, nhưng khá ít doanh nghiệp thuộc các ngành có trình độ cao có sở hữu của SCIC. Do đó, SCIC có thể cân nhắc đầu tư nhiều hơn vào lĩnh vực này để có thể gia tăng khả năng lan tỏa thông qua đầu tư của mình

trong nền kinh tế. Tuy nhiên, muốn vậy, tổ chức này cũng cần đầu tư tuyển dụng nhân sự có chuyên môn, kinh nghiệm về lĩnh vực này nhằm phục vụ đầu tư tốt hơn. Ngoài ra, tác giả cũng thống nhất với Võ Thanh Hà (2016), trong đó cho rằng SCIC cần quyết liệt thực hiện mục tiêu trong tổng thể chiến lược phát triển, gắn bó và đồng hành cùng DN để vốn nhà nước đầu tư tại DN được bảo toàn và phát triển. SCIC cũng cần chú trọng tập trung đầu tư vào các lĩnh vực then chốt của nền kinh tế và các lĩnh vực mà khu vực tư nhân không quan tâm hoặc không đủ năng lực đầu tư; nghiên cứu đầu tư vào những ngành mới có tính chất chiến lược quốc gia như sản phẩm khoa học công nghệ mới, hoàn thiện chiến lược phát triển SCIC giai đoạn 2020 - 2025, tầm nhìn đến năm 2030. Để bảo đảm đúng định hướng chiến lược của Đảng và phát huy vai trò của doanh nghiệp nhà nước, sự chuyển mình của SCIC trong tình hình mới cần được thực hiện nhanh chóng “đón đầu”, SCIC sẽ đầu tư vào một số ngành, lĩnh vực như công nghệ cao (viễn thông, công nghệ thông tin...), kinh tế số (hạ tầng số, hệ thống cơ sở dữ liệu...), năng lượng (năng lượng tái tạo, năng lượng sạch...), nông nghiệp ứng dụng công nghệ cao, các dự án hạ tầng trọng điểm (hàng không, đường bộ, đường sắt...) và tài chính ngân hàng, đều là những lĩnh vực kinh tế then chốt.

Trong các định hướng chiến lược đầu tư của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước, mục tiêu trở thành “nhà đầu tư của Chính phủ” được đặt ra như một định hướng có vai trò trụ cột, mục tiêu này có ý nghĩa quan trọng trong giai đoạn từ năm 2020 trở đi, khi danh mục doanh nghiệp bàn giao về SCIC được dự báo sẽ giảm dần cả về số lượng và giá trị, đòi hỏi SCIC phải chuyển trọng tâm nhiệm vụ sang hoạt động đầu tư kinh doanh vốn, nguồn vốn tập trung vào những ngành, lĩnh vực then chốt để tạo động lực, nhân tố mới, lan tỏa cho tăng trưởng của nền kinh tế với mục tiêu trở thành nhà đầu tư và kinh doanh nguồn vốn của chiến lược của Nhà nước vào nền kinh tế. Mặt khác, với các doanh nghiệp đầu tư, SCIC sẽ không can thiệp vào hoạt động hằng ngày tại các doanh nghiệp đầu tư, mà thay vào đó là tập trung vào quản trị doanh nghiệp và cơ cấu tổ chức, trong suốt quá trình này, sẽ tích cực thúc đẩy việc ứng dụng những mô hình tốt nhất về quản trị doanh nghiệp trong cả các doanh nghiệp đầu tư của SCIC và các doanh nghiệp có tiềm năng khác.

Kết quả so sánh về hiệu quả hoạt động của SCIC so với các SWF (có đầu tư ra nước ngoài) không thể hiện ưu việt rõ ràng của nhóm đứng sau. Kết quả của Khazanah và CIC thậm chí thể hiện những kết quả đầu tư không được khả quan ở một số năm. Do đó, luận án nhận thấy không nên khuyến khích đầu tư ra nước ngoài, ít nhất là vào thời điểm hiện tại. Định hướng đầu tư của SCIC được chia sẻ theo kết quả khảo sát là phát triển trở thành công ty đầu tư vốn nhà nước, nhưng cũng chưa có kế hoạch đầu tư quốc tế. Tuy nhiên, cũng có Temasek là SWF của Singapore có kết quả đầu tư khá tốt, và đầu tư ra nước ngoài với số vốn tương đối lớn. Do đó, nếu muốn học hỏi kinh nghiệm đầu tư, SCIC có thể tham khảo kinh nghiệm từ Temasek. Ngoài ra, để có thể đầu tư ra nước ngoài, SCIC cũng cần bổ sung rất nhiều nhân sự có năng lực và kinh nghiệm để chuẩn bị cho quá trình mở rộng đối tượng đầu tư. Đây là bước cần thiết nếu SCIC muốn nâng cấp trở thành tổ chức đầu tư kinh doanh vốn nhà nước, hơn là chỉ dừng lại ở quản lý vốn.

Tiếp theo, do các doanh nghiệp mục tiêu hoan nghênh sự tham gia của SCIC vào quá trình điều hành công ty nên SCIC có thể tiếp tục chia sẻ kinh nghiệm quản lý doanh nghiệp với các đơn vị kinh doanh này. Tăng cường cán bộ, chuyên viên của SCIC tham gia vào công tác quản trị, điều hành và tham gia vào ban kiểm soát của doanh nghiệp, thể hiện vai trò là người đại diện năng động của SCIC tại các doanh nghiệp. Dinc và Erel (2013) cho thấy các SWF nước ngoài nếu có các hành vi nào khác ngoài việc là nhà đầu tư thụ động sẽ gây ra các áp lực chính trị hoặc các phản đối về mặt pháp lý. Điều này là do SWF được sở hữu bởi chính quyền của một quốc gia khác. Nghiên cứu Miracky, Dyer, Fisher, Goldner, Lagarde và Pedrahita (2008) và Mechropouya, Huang và Barnett (2009) cho thấy thậm chí khi các SWF nắm phần sở hữu lớn, các quỹ này cũng hiếm khi can thiệp vào việc quản lý của các giám đốc công ty mục tiêu. Do đó, SCIC cũng cần tính đến khả năng nếu đầu tư ra nước ngoài, việc trở thành một cổ đông tích cực như ở Việt Nam có thể không phải là một giải pháp tốt.

5.2.2.4. Nâng cao hiệu quả quản trị doanh nghiệp, chất lượng nhân sự và có cơ chế độ đãi ngộ nhân viên

Thông qua việc áp dụng các chuẩn mực và biện pháp quản trị doanh nghiệp tiên tiến theo tiêu chuẩn quốc tế, trên cơ sở phân loại doanh nghiệp. Thực hiện tốt vai trò cổ đông nhà nước tại các DN, đặc biệt là những doanh nghiệp có quy mô lớn, hiệu quả cao thuộc diện đầu tư, nắm giữ lâu dài trong những ngành, lĩnh vực theo Chiến lược Phát triển giai đoạn 2020 – 2025 và tầm nhìn đến năm 2030.

Nâng cao năng suất lao động của lực lượng lao động của SCIC và DN mục tiêu thông qua việc sắp xếp, cơ cấu lại tổ chức và lực lượng lao động trong DN theo hướng tinh gọn, từ đó nâng cao năng suất lao động của từng người lao động và năng suất lao động tổng hợp của từng DN,

Có cơ chế độ đãi ngộ người đại diện và các chuyên viên đầu tư: SCIC cần phải có chế độ đãi ngộ cho người đại diện và các chuyên viên đầu tư một cách xứng đáng theo cơ chế thị trường và hiệu quả mang lại: những người đại diện cho SCIC hoàn toàn không có một chế độ đãi ngộ và thưởng nào theo cơ chế thị trường. Các quy định về lương và phụ cấp của người đại diện không khác gì của một nhân viên hành chính sự nghiệp, ngay cả các chuyên viên đầu tư của chính bản thân SCIC cũng không có chế độ lương thưởng xứng đáng với kết quả đầu tư. Điều này vừa làm giảm động cơ làm việc, vừa dễ gây ra chảy máu chất xám nhân viên có năng lực cho các quỹ đầu tư tư nhân khác; vai trò của cán bộ, chuyên viên trong thực hiện quyền đại diện chủ sở hữu nhà nước rất quan trọng theo lý thuyết người đại diện thì phải có sự hài hoà lợi ích các bên; mối quan hệ giữa người đại diện trong doanh nghiệp cổ phần có vốn của nhà nước với các cổ đông của doanh nghiệp; những vấn đề về cơ chế chính sách đánh giá cán bộ, công tác đào tạo và đãi ngộ quyết định hiệu quả công việc; chính sách đối với người đại diện là công chức nhà nước cử sang quản lý doanh nghiệp khi chuyển sang SCIC giải quyết một cách rõ ràng, quyền lợi và nghĩa vụ của người đại diện hài hoà với sự phát triển của doanh nghiệp. Tránh xảy ra xung đột lợi ích giữa người quản lý doanh nghiệp và chủ sở hữu ở đây là nhà nước, cần phải có cơ chế xử lý vấn đề này thông qua hệ thống lương thưởng và cơ chế trách nhiệm gắn với chế tài xử phạt

để nâng cao được hiệu quả kinh doanh vốn nhà nước tại doanh nghiệp. Cần có cơ chế đánh giá hoạt động của người đại diện diện một cách cụ thể gắn với hiệu quả công việc, theo quy mô vốn của doanh nghiệp, tỷ lệ vốn của SCIC tại doanh nghiệp mục tiêu, lĩnh vực kinh doanh của doanh nghiệp, kết quả hoạt động của doanh nghiệp; kể cả việc miễn nhiệm, khen thưởng, kỷ luật, quyết định mức lương, thưởng, phụ cấp và các lợi ích khác theo quy định của pháp luật và quy định của SCIC.

Thuê chuyên gia và tư vấn nước ngoài: Cần mạnh dạn thuê chuyên gia nước ngoài hoặc thuê tư vấn chuyên nghiệp trong các hoạt động đầu tư của SCIC. Hiện tại, SCIC còn thiếu vắng việc thuê chuyên gia, trong quy chế người đại diện của SCIC còn giới hạn chỉ có công dân Việt Nam mới có thể đại diện SCIC ngồi trong các hội đồng quản trị các công ty mà SCIC quản lý, trong khi hiện nay Việt Nam còn rất thiếu những người có khả năng và kinh nghiệm quản trị doanh nghiệp về mô hình này. Do đó, cần thiết SCIC trong phạm vi của mình hoặc cần thiết xin cơ chế thuê chuyên gia nước ngoài có kinh nghiệm ở các quỹ đầu tư trên thế giới để tư vấn đầu tư, chiến lược đầu tư, đây cũng là cơ hội để SCIC có thêm kinh nghiệm trong tương lai mở rộng đầu tư ra nước ngoài; hội đồng quản trị của Temasek chỉ duy nhất có ít người là đại diện của Bộ Tài chính Singapore, còn lại là các doanh nhân thành đạt và uy tín, 36% là các chuyên gia quốc tịch nước ngoài, trong đó có cả người Việt Nam; bài học này có thể học từ Temasek của Singapore, những ưu thế về tính chuyên nghiệp cao, đã tạo điều kiện cho Temasek phát triển, uy tín ngày càng cao trong cộng đồng kinh doanh tài chính, không chỉ trong nước mà còn vươn ra toàn cầu; tính chuyên nghiệp thể hiện qua chiến lược, quy trình đầu tư, cơ chế quản lý rủi ro; Temasek đã xác định mình là một nhà đầu tư ở Châu Á, quan tâm đến các giá trị phi thương mại, thể hiện qua sự phân bổ đầu tư vào những tổ chức chưa sinh lợi, các ngân hàng lớn và các thị trường mới vì mục tiêu phát triển lâu dài hoặc vì mục tiêu chính trị.

5.2.2.5. Mở rộng hợp tác đầu tư quốc tế

SCIC cần đẩy mạnh hơn nữa hoạt động đầu tư quốc tế, lựa chọn thị trường trong khu vực cũng như trên thế giới phù hợp để đầu tư dài hạn vào các tài sản tài

chính có khả năng sinh lợi cao, tiếp tục phát huy vai trò của mình trong hỗ trợ hoạt động của các doanh nghiệp, góp phần ổn định và phát triển kinh tế vĩ mô. SCIC cần mở rộng quan hệ với các đối tác ngoài nước, tăng cường mối quan hệ chặt chẽ với các tổ chức tài chính quốc tế, tham gia vào Hiệp hội các Quỹ Đầu tư Chính phủ quốc tế trong tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế của Việt Nam. Tiếp tục phát huy mối quan hệ đã có với các tổ chức tài chính: như Ngân hàng Thế giới (World Bank), Công ty Tài chính Quốc tế (IFC), JICA, các Quỹ đầu tư chính phủ các nước như Temasek, các ngân hàng, công ty quản lý quỹ, công ty chứng khoán quốc tế.

5.2.2.6. Phát triển thị trường vốn trong bối cảnh cuộc cách mạng công nghiệp lần thứ 4

Trong bối cảnh cách mạng công nghiệp 4.0 và kinh tế số phát triển mạnh mẽ thì nhiệm vụ của SCIC càng nặng nề hơn. Với vai trò nhà đầu tư vốn Nhà nước, SCIC cần tối ưu hóa hiệu quả vốn đầu tư để tạo nền tảng cho phát triển, góp phần thúc đẩy chuyển dịch cơ cấu kinh tế, đầu tư để đi tắt đón đầu cuộc cách mạng 4.0 và phát triển kinh tế số. Nghị quyết số 34/NQ-CP ngày 07 tháng 4 năm 2017 của Chính phủ khẳng định: “Cuộc cách mạng công nghiệp lần thứ 4 là xu hướng phát triển dựa trên nền tảng số hóa và kết nối, có quy mô tác động mạnh mẽ tới mọi mặt của đời sống kinh tế - xã hội, làm thay đổi phương thức và lực lượng sản xuất trong tương lai, có thể mang lại cho Việt Nam nhiều cơ hội để đẩy nhanh công nghiệp hóa, hiện đại hóa đồng thời cũng đưa đến thách thức đối với quá trình phát triển. Việt Nam cần chủ động có định hướng, giải pháp thiết thực để nắm bắt cơ hội, giảm thiểu các tác động tiêu cực của cuộc CMCN lần thứ 4...”. Thị trường tài chính nói chung, đầu tư kinh doanh vốn nhà nước nói riêng, cụ thể là SCIC cũng chịu ảnh hưởng trực tiếp trong bối cảnh của cuộc cách mạng công nghiệp lần thứ 4 và kinh tế số phát triển mạnh mẽ. Sự kết nối giữa thị trường tiền tệ với thị trường vốn sẽ trở nên thông suốt hơn, cho phép các công ty quản lý quỹ đầu tư kết hợp với các ngân hàng thiết kế ra các sản phẩm tài chính mới giúp nhà đầu tư vay nợ thông qua thế chấp các chứng chỉ quỹ, phát triển các hình thức tiết kiệm liên kết đầu tư, sẽ làm thay đổi phương thức sản xuất, mô hình quản trị doanh nghiệp, năng lực của nhà đầu tư. Vì vậy, vấn đề được đặt ra không chỉ là công nghệ, kết nối các hạ tầng cơ sở mà còn là sự thay đổi về luật

pháp, chính sách quản lý, do đó chính phủ cần cần tạo hành lang pháp lý hỗ trợ DN phát triển và ứng dụng giải pháp công nghệ, phát huy SCIC nhiều hơn để tạo nền tảng cho phát triển, góp phần thúc đẩy chuyển dịch cơ cấu kinh tế, đầu tư để đi tắt đón đầu cuộc cách mạng công nghiệp lần thứ 4 và phát triển kinh tế số.

5.2.3. Nhóm giải pháp cấp nhà nước

5.2.3.1. Chính phủ cần tăng cường tính chủ động của SCIC trong hoạt động

đầu tư Trong thực tế, quyền chủ động trong triển khai hoạt động đầu tư của SCIC còn

hạn chế do những quy định về trình tự, thủ tục đầu tư phức tạp, có nhiều vướng mắc dẫn đến thời gian kéo dài, hiệu quả đầu tư thấp, bỏ lỡ cơ hội khi thị trường có diễn biến thuận lợi. Theo cơ chế hiện hành, SCIC chưa thực sự có quyền chủ động, tự chủ, tự chịu trách nhiệm trong hoạt động kinh doanh, làm giảm năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp so với khu vực khác. Do đó, nhà nước cần tăng cường định hướng chiến lược SCIC đầu tư trong dài hạn, đề SCIC trở thành đầu mối tích tụ vốn, đồng thời là công cụ giúp chính phủ trong tổng thể triển khai các giải pháp tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước.

Cần xác định rõ đầu mối chịu trách nhiệm và hình thành đầu mối thực hiện thống nhất, tập trung chức năng chủ sở hữu Nhà nước, tạo tiền đề cho việc thực hiện chức năng chủ sở hữu Nhà nước một cách chuyên nghiệp. Cơ quan, tổ chức thực hiện chức năng chủ sở hữu nhà nước phải có trách nhiệm giải trình độc lập, đủ nguồn lực và năng lực thực hiện nhiệm vụ. Việc đổi mới chủ thể thực hiện quyền chủ sở hữu nhà nước cần phải thực hiện đồng bộ với các biện pháp cơ cấu lại khu vực DNNN trong quá trình cổ phần hoá. Hạn chế việc sử dụng bộ máy hành chính nhà nước và sử dụng công chức nhà nước để thực hiện chức năng chủ sở hữu. Cơ quan đại diện chủ sở hữu cần xây dựng các tiêu chuẩn chức danh cụ thể đối với người đại diện chủ sở hữu trực tiếp để đảm bảo cho những nhân sự có khả năng vận hành nguồn vốn nhà nước có hiệu quả.

5.2.3.2. Cần có hệ thống pháp lý phù hợp với mô hình của SCIC

Nhìn vào SCIC, tổng công ty này bị giới hạn bởi nhiều ràng buộc thể chế không dễ vượt qua và để mô hình này phát huy hiệu quả như mục tiêu ban đầu đặt ra, nhất thiết cần có cơ chế phù hợp và đảm bảo nguồn lực cho SCIC hoạt động. Về bản chất SCIC là một DN, cơ chế tài chính đang được áp dụng không phù hợp với đặc thù hoạt động của SCIC, khuôn khổ pháp lý cho hoạt động của SCIC còn chưa đầy đủ nên phát sinh nhiều hạn chế, vướng mắc trong quá trình triển khai thực hiện nhiệm vụ; trong khi đó chức năng của SCIC như một tổ chức tài chính đặc biệt, hiện tại địa vị pháp lý và chính trị của SCIC thấp hơn nhiều so với mô hình giao cho các bộ, ngành thực hiện quản lý vốn nhà nước, do đó tiếp tục hoàn thiện hệ thống pháp lý, cơ chế để nâng cao năng lực hoạt động cho SCIC. Cần khẳng định tính hiệu quả và ưu thế của mô hình SCIC và tiếp tục củng cố, phát triển mô hình này trong thời gian tới, thực chất mô hình này là giải pháp hiệu quả trong quá trình cổ phần hoá, sắp xếp, đổi mới DNNN.

Cần phải xây dựng hệ thống khuôn khổ pháp lý đồng bộ, rõ ràng, không chồng chéo chức năng, nhiệm vụ, đặc biệt là trong bối cảnh thành lập Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại DN. Đối với nội dung quản lý vốn nhà nước cần phải hoàn thiện khung pháp lý để DNNN hoạt động trong môi trường pháp lý công khai minh bạch và cạnh tranh bình đẳng với các doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế khác, sử dụng có hiệu quả các nguồn lực đã đầu tư, tách bạch chức năng xã hội, dịch vụ công ích với chức năng kinh doanh. Hiện tại, vẫn còn sự chồng chéo chức năng quản lý nhà nước, chức năng đại diện chủ sở hữu, các bộ, ngành và cơ quan nhà nước ở địa phương nắm giữ số lượng lớn DNNN nên có sự chồng chéo, mâu thuẫn trong thực hiện chức năng quản lý nhà nước, chức năng đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại DN, do đó tính tập trung trong quản lý vốn nhà nước còn hạn chế.

5.2.3.3. Chính phủ cần xác định vai trò quan trọng của SCIC trong quá trình cổ phần hoá DNNN

Trên góc độ vĩ mô, SCIC đã thực hiện tốt nhiệm vụ đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước đối với các doanh nghiệp đã cổ phần hóa; tiến hành thành công tái cơ cấu doanh nghiệp, nâng cao năng lực và hiệu quả vốn nhà nước thông qua vai trò cổ đông nhà nước tại các doanh nghiệp. Tương lai, SCIC vẫn phải tiếp tục tham gia vào quá trình cổ phần hoá các DNNN như đã trình bày ở trên, tuy nhiên quá trình cổ phần hoá còn lâu dài và phức tạp, cơ chế quản trị DN còn chậm đổi mới, chưa phù hợp với thông lệ và chuẩn mực quốc tế; tính công khai, minh bạch trong quản lý vốn nhà nước tại DN còn hạn chế. Do đó, SCIC phải thực hiện chức năng đại diện vốn chủ sở hữu nhà nước thật hiệu quả bằng cách tái cơ cấu lại danh mục đầu tư vốn Nhà nước tại DN. Chính phủ cần chỉ đạo SCIC thực hiện thoái vốn tại DN mà Nhà nước không cần đầu tư, tham gia đầu tư vào những DN thuộc lĩnh vực ngành quan trọng của quốc gia, mặc dù hoạt động này đã thực hiện trong thời gian qua, tuy nhiên cần thể hiện quan điểm nhất quán quan điểm này trong quá trình thực hiện.

Để SCIC đầu tư vốn nhà nước vào các ngành, lĩnh vực then chốt, các ngành nghề sản xuất kinh doanh được giữ thị phần lớn nhưng chưa đáp ứng được yêu cầu của nền kinh tế. Mặc dù các văn bản quy phạm pháp luật tuy đã quy định khái quát các điều kiện đầu tư vốn nhưng thiếu một số vấn đề mang tính nguyên tắc, nên việc thực hiện đầu tư vốn của doanh nghiệp vào các ngành nghề có nhiều rủi ro và chưa hiệu quả. Vì vậy, cần xác định rõ hơn những ngành nghề, lĩnh vực sẽ đầu tư vốn nhà nước theo từng hình thức đầu tư cụ thể. SCIC phải tập trung vào lĩnh vực then chốt, thiết yếu, những lĩnh vực mà doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế không đầu tư, SCIC cần thúc đẩy mạnh mẽ hoạt động đầu tư kinh doanh vốn, với định hướng mới là tập trung vào những dự án có quy mô lớn có triển vọng lâu dài, nhưng chưa hấp dẫn khu vực kinh tế tư nhân như y tế, giáo dục, cơ sở hạ tầng.

5.2.3.4. Chính phủ tăng cường công tác giám sát quản lý vốn nhà nước

Có cơ chế giám sát, quản lý vốn ngay từ quá trình xây dựng kế hoạch đầu tư, hoạt động và kết quả hoạt động kinh doanh thông qua những quy trình rõ ràng, minh bạch và đúng trình tự; chính sách quản lý và giám sát vốn nhà nước phải cho phép DNNN linh hoạt trong thay đổi cơ cấu vốn khi việc này là cần thiết để đạt được mục tiêu của doanh nghiệp. Nhằm giúp cho chủ sở hữu nhà nước giám sát tình hình hoạt động của doanh nghiệp liên quan đến phần vốn của Nhà nước đầu tư vào doanh nghiệp, giao chức năng này thành nhiệm vụ thường xuyên của Kiểm toán nhà nước và cơ quan thanh tra của các cấp. Cần thiết định kỳ hàng năm SCIC báo cáo kết quả hoạt động trước Quốc hội và có cơ chế để Đại biểu Quốc hội giám sát công tác quản lý vốn nhà nước tại các doanh nghiệp.

Hoàn thiện các chỉ tiêu giám sát tài chính. Cần xây dựng hệ thống các chỉ tiêu giám sát cụ thể gồm: các chỉ tiêu về tài sản và nguồn vốn, các chỉ tiêu về kết quả hoạt động, khả năng sinh lời, chỉ tiêu bảo toàn, phát triển vốn chủ sở hữu nhà nước, chỉ tiêu lỗ, chỉ tiêu về năng lực tài trợ, các chỉ tiêu về luân chuyển vốn, các chỉ tiêu đánh giá kết quả hoạt động.

Thực hiện nghiêm túc việc giám sát các doanh nghiệp trong danh mục theo các quy định của Nhà nước, chỉ đạo SCIC thực hiện chặt chẽ với hệ thống báo cáo khoa học, chi tiết, liên tục cập nhật đầy đủ, kịp thời các thông tin và hoạt động sản xuất kinh doanh của DN. Đặc biệt là giám sát các doanh nghiệp đang thua lỗ, kém hiệu quả xử lý theo quy định. SCIC thực hiện giám sát thường xuyên các DN thuộc đối tượng giám sát đặc biệt, báo cáo chi tiết về tình hình hoạt động của DN trong kỳ, đề xuất các phương án xử lý, tháo gỡ vướng mắc, quy định chi tiết về trách nhiệm của các cá nhân, đơn vị trong việc theo dõi quản lý doanh nghiệp.

5.2.3.5. Xác lập mối quan hệ giữa SCIC và CMSC cụ thể hơn

Việc thành lập CMSC, một cơ quan trực thuộc chính phủ, không có chức năng quản lý nhà nước, thực hiện chức năng đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại DN nhằm khắc phục các tồn tại, hạn chế của SCIC. Trong đó, SCIC cũng là một tổng công ty

trực thuộc CMSC, tiếp tục thực hiện quyền đại diện chủ sở hữu nhà nước tại DN được chuyển giao từ các bộ, ngành theo quy định của pháp luật. Tuy nhiên, cần khẳng định tính tích cực và lợi thế của mô hình SCIC và tiếp tục củng cố, phát triển mô hình này. Do đó, nhà nước cần phát huy triệt để lợi thế so sánh của hai mô hình trên, tránh chồng chéo nhau, đặc biệt là giữa các bộ quản lý nhà nước và cơ quan đại diện chủ sở hữu đối với chiến lược, mục tiêu và điều hành hoạt động của DN nhà nước.

Nhà nước tiếp tục thực hiện các giải pháp tách bạch giữa hoạt động kinh doanh và yêu cầu thực hiện nhiệm vụ chính trị, xã hội của DNNN; tạo cơ chế cho doanh nghiệp tự chủ trong cơ cấu lại vốn và tài sản trong khuôn khổ mục tiêu và các chỉ tiêu đã giao, nhưng phải đảm hiệu quả, bảo toàn và gia tăng giá trị vốn nhà nước đầu tư vào DN; nâng cao hiệu lực, hiệu quả hoạt động thực hiện quyền đại diện chủ sở hữu nhà nước đối với DNNN, tăng cường yêu cầu giải trình đối với kết quả hoạt động kinh doanh của người đại diện chủ sở hữu. Rà soát, tiếp tục mở rộng đối tượng chuyển giao DN và vốn nhà nước tại DN về Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại DN và SCIC.

Tóm lại, trong thời gian qua SCIC đã thực hiện tốt sứ mệnh là tổ chức tài chính đặc biệt trong chức năng, nhiệm vụ được giao. Với vai trò thực hiện quyền chủ sở hữu vốn Nhà nước tại DN tham gia vào quản trị DN, trong đó SCIC phát huy vai trò cổ đông năng động thực hiện tái cơ cấu, nâng cao hiệu quả hoạt động và xử lý tồn tại của DN. Hoàn thiện các quy chế, chính sách về kiểm tra, kiểm soát nội bộ và xây dựng khung quản trị rủi ro. Thường xuyên nghiên cứu, đánh giá, báo cáo rủi ro, đề xuất các chính sách và hạn mức quản lý rủi ro và kiểm soát rủi ro trong hoạt động của SCIC để phòng, tránh các thua lỗ và thất thoát trong hoạt động. SCIC nên thực hiện công bố thông tin phù hợp, tuân thủ theo pháp luật và các quy định liên quan, nên cố gắng chủ động công bố thông tin tự nguyện thường xuyên hơn mức quy định của pháp luật, bao gồm việc công bố thông tin tài chính và phi tài chính như chiến lược kinh doanh, các vấn đề trong hoạt động, các rủi ro và tình hình quản trị. Những giải pháp trên là ý kiến của tác giả trên cơ sở nghiên cứu một quá trình lâu dài, tuy nhiên kiến thức, thông tin và phạm vi nghiên cứu có giới hạn, không tránh những hạn chế nhất định.

Tóm tắt chương 5

Đầu tiên, Chương 5 trình bày các cơ sở để đưa ra các giải pháp nhằm cải thiện hiệu quả hoạt động của SCIC. Các cơ sở dựa trên định hướng của nhà nước, bài học kinh nghiệm từ một số SWF phi hàng hóa trên thế giới, các kết quả nghiên cứu của luận án ở chương 4, chiến lược phát triển của SCIC, đặc biệt là các ý kiến phỏng vấn các chuyên gia, nhà khoa học, nhà lãnh đạo quản lý của SCIC và doanh nghiệp mục tiêu. Khu vực DNNN nắm giữ nguồn lực lớn nhất của nền kinh tế, do đó phải được hoạt động đúng nghĩa là doanh nghiệp với đầy đủ quyền tự chủ kinh doanh theo nguyên tắc thị trường, quản trị theo thông lệ quốc tế một cách tốt nhất. Dựa trên các cơ sở này, luận án cung cấp các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư của SCIC. Các giải pháp theo các nhóm vấn đề được nghiên cứu xuyên suốt trong luận án, đặt trong bối cảnh nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa và vai trò dẫn dắt của doanh nghiệp khu vực nhà nước, cụ thể là : Nhóm giải pháp nâng cao hiệu quả tài chính của SCIC. Nhóm giải pháp nâng cao hiệu quả phi tài chính của SCIC. Nhóm giải pháp về tác động đầu tư của SCIC. Nhóm giải pháp về chiến lược đầu tư của SCIC và các giải pháp cụ thể khác ở góc độ vĩ mô cũng như vi mô.

KẾT LUẬN

Các công ty đầu tư vốn nhà nước (SWF) ngày càng phát triển, có vai trò quan trọng như một nhà đầu tư chiến lược trong các thị trường chứng khoán và có ảnh hưởng lớn đến các doanh nghiệp mục tiêu. Tuy nhiên, việc đánh giá hiệu quả đầu tư của SWF có nhiều kết quả thực nghiệm không thống nhất. Tại Việt Nam, SCIC với vai trò là tổ chức kinh tế đặc biệt của Chính phủ, được thành lập để đáp ứng yêu cầu khách quan của quá trình sắp xếp, đổi mới và nâng cao hiệu quả doanh nghiệp nhà nước. Với chức năng quản lý, đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước, sự ra đời của SCIC nằm trong tiến trình cải cách kinh tế nói chung và cải cách doanh nghiệp nhà nước nói riêng nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn nhà nước. SCIC có những thành công nhất định, nhưng vẫn còn nhiều tồn tại. Để góp phần SCIC đạt được những thành tựu to lớn hơn, luận án tiến hành phân tích chiến lược đầu tư, trong đó nhấn mạnh những đặc điểm doanh nghiệp mà SCIC có khuynh hướng đầu tư và hiệu quả đầu tư của SCIC, thể hiện qua tác động của mức sở hữu của SCIC đến hiệu quả tài chính và phi tài chính của doanh nghiệp mục tiêu.

Phương pháp nghiên cứu của Luận án được thực hiện là phương pháp định tính và định lượng. Trong đó, phương pháp định tính là phương pháp phân tích, tổng hợp so sánh các nghiên cứu trước, các bài học kinh nghiệm của các SWF, thực hiện các khảo sát ý kiến chuyên gia. Phương pháp định lượng bao gồm phương pháp hồi quy System GMM và hồi quy phân vị.

Luận án đi sâu phân tích những nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của SCIC và tác động của SCIC đối với doanh nghiệp mục tiêu, sử dụng mẫu gồm các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn từ 2008 đến 2018. Đây có thể xem là nghiên cứu đầu tiên phân tích hiệu quả đầu tư cả về mặt tài chính và phi tài chính của SCIC, trong khi các nghiên cứu trước chỉ đánh giá về mặt hiệu quả tài chính. Do SCIC là cơ quan nhà nước nên có thể cơ quan này vẫn quan tâm đến hiệu quả xã hội (phi tài chính), do đó cần đánh giá cả 2 mặt này. Kết quả cho thấy các doanh nghiệp

lớn, ít rủi ro, có ít khả năng bị chi phí đại diện chi phối thường có mức sở hữu SCIC cao hơn, trong khi đó yếu tố số lượng người lao động không có ảnh hưởng đáng kể.

Phân phân tích về hiệu quả đầu tư về mặt tài chính cho thấy nhìn chung sở hữu của SCIC có tác động tích cực đến hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu. Cụ thể hơn, mức sở hữu của SCIC có khả năng cải thiện hiệu quả tài chính của những doanh nghiệp có hiệu quả thấp thay vì chỉ phát huy tác động chủ yếu ở những doanh nghiệp có hiệu quả cao như trường hợp mẫu toàn bộ SWF. Mặc dù vậy, tác động này yếu hơn đối với những doanh nghiệp có hiệu quả kém hơn và giảm khi doanh nghiệp có hiệu quả ở mức rất cao.

Đối với hiệu quả đầu tư về mặt phi tài chính, kết quả cho thấy dường như SCIC chưa quan tâm nhiều đến việc giảm nộp thuế cho ngân sách nhà nước, cũng như việc cắt giảm lao động ở những doanh nghiệp mục tiêu. Như vậy, các xu hướng này khác biệt với trung bình các SWF, khi mà các SWF sẽ giảm thuế và giảm lao động khi doanh nghiệp có hiệu quả phi tài chính ở mức tốt. Do đó, có thể thấy so với các SWF khác SCIC dường như vẫn có quan tâm đến hiệu quả phi tài chính của doanh nghiệp mục tiêu, thể hiện thông qua việc không có xu hướng làm giảm các mức đóng thuế và giảm lao động, để đạt được hiệu quả tài chính tốt hơn. Ngoài ra, SCIC có khuynh hướng tác động làm tăng mức lương trung bình của các nhân viên ở các doanh nghiệp mục tiêu ở những doanh nghiệp mục tiêu có mức lương ở mức thấp nhất. Trong khi đó, các SWF trung bình sẽ có tác động làm tăng mức lương người lao động chỉ trừ khi mức lương ở phân vị cao nhất. Các kết quả phân tích cho thấy SCIC có khuynh hướng quan tâm đến hiệu quả tài chính và phi tài chính.

Về phần kết quả phỏng vấn, luận án thu các phỏng vấn của các doanh nghiệp nhận đầu tư từ SCIC. Các ý kiến nhìn chung đánh giá cao vai trò của SCIC như một cổ đông tích cực, trong việc quyết định các dự án đầu tư; phân phối lợi nhuận; đánh giá việc thực hiện mục tiêu, nhiệm vụ được giao, hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, nâng cao lợi nhuận kinh doanh, phát triển mạng lưới kinh doanh, quản trị chi phí tốt hơn.

Dựa trên những kết quả nghiên cứu, gồm phân tích thực trạng, định lượng và định tính, cũng như kết quả tổng hợp các kinh nghiệm từ các SWF phi hàng hóa, cũng như định hướng phát triển SCIC của chính phủ, luận án đã cung cấp một cách hệ thống các hàm ý ở tầm vi mô và vĩ mô để có thể cải thiện hiệu quả hoạt động của SCIC. (1) Nhóm giải pháp về sở hữu và chức năng đại diện vốn chủ sở hữu của SCIC tại các doanh nghiệp mục tiêu: hoàn thiện mô hình đại diện vốn chủ sở hữu tại các doanh nghiệp, việc sử dụng vốn chủ sở hữu nhiều trong tổng nguồn vốn sẽ giúp cho DN có mức độ tự chủ tài chính cao, rủi ro tài chính thấp, SCIC cần phải xây dựng được chiến lược tài chính trong đó có định hướng phân phối lợi nhuận sau thuế cho các DN có vốn đầu tư Nhà nước; giải pháp về tác động mứu sở hữu của SCIC tại doanh nghiệp mục tiêu. (2) Nhóm giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động cấp doanh nghiệp SCIC: Giải pháp nâng cao hiệu quả tài chính, SCIC nên tiếp tục cải thiện hiệu quả tài chính của những doanh nghiệp có hiệu quả thấp, thậm chí tiếp tục nâng cao hiệu quả của những doanh nghiệp có hiệu quả cao nhất, cần nhạy bén để tạo khả năng nhận diện các cơ hội đầu tư tốt; giải pháp nâng cao hiệu quả phi tài chính, SCIC nên cân nhắc sự cân bằng hiệu quả tài chính và phi tài chính, không để các mệnh lệnh hành chính ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp mục tiêu; giải pháp về chiến lược đầu tư, chuyên viên của SCIC nên tham gia vào công tác quản trị, điều hành và tham gia vào ban kiểm soát của doanh nghiệp, thể hiện vai trò là người đại diện năng động của SCIC tại các doanh nghiệp; giải pháp nâng cao hiệu quả quản trị doanh nghiệp, chất lượng nhân sự và có cơ chế độ đãi ngộ nhân viên; giải pháp mở rộng hợp tác đầu tư quốc tế; giải pháp phát triển thị trường vốn trong bối cảnh cuộc cách mạng công nghiệp lần thứ

4. (3) Nhóm giải pháp cấp nhà nước: Chính phủ cần tăng cường tính chủ động của SCIC trong hoạt động đầu tư; cần có hệ thống pháp lý phù hợp với mô hình của SCIC; Chính phủ cần xác định vai trò quan trọng của SCIC trong quá trình cổ phần hoá DNNN, SCIC tiếp tục phát huy vai trò trong hỗ trợ hoạt động của các doanh nghiệp, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô; Chính phủ tăng cường công tác giám sát quản lý vốn nhà nước; xác lập mối quan hệ giữa SCIC và CMSC cụ thể hơn.

Mặc dù vậy, nghiên cứu này vẫn có những hạn chế nhất định, luận án tập trung nghiên cứu xoay quanh hiệu quả của SCIC thông qua xem xét tác động của mức sở hữu của SCIC đến hiệu quả tài chính và phi tài chính ở các doanh nghiệp mục tiêu. Luận án chưa so sánh và đánh giá tác động của mức sở hữu của SCIC nói riêng và sở hữu nhà nước nói chung đến hiệu quả tài chính và phi tài chính của doanh nghiệp mục tiêu. Cơ bản, có thể kỳ vọng SCIC có hiệu quả tài chính tốt hơn cơ quan nhà nước nói chung, nhưng hiệu quả phi tài chính thì cần đánh giá thêm.

Ngoài ra, có thể tập trung xem xét mối quan hệ giữa các đặc điểm khác của SWF nói chung và SCIC nói riêng, đến hiệu quả doanh nghiệp mục tiêu. Ví dụ, đặc điểm của giám đốc điều hành, người đại diện như trình độ, kinh nghiệm v.v. có thể ảnh hưởng đến hiệu quả của doanh nghiệp mục tiêu. Một hạn chế khác nữa là các đánh giá trong luận án dựa trên dữ liệu các doanh nghiệp niêm yết, nhằm đảm bảo khả năng so sánh với các SWF khác trên thế giới. Hơn nữa, việc thu thập số liệu về hiệu quả của các doanh nghiệp mục tiêu không phải là doanh nghiệp niêm yết rất khó khăn.

Các nghiên cứu tương lai có thể xoay quanh đánh giá tác động của sở hữu SCIC nói riêng và nhà nước nói chung đối với hiệu quả tài chính và phi tài chính của doanh nghiệp mục tiêu. Tiếp theo, các nghiên cứu cần tập trung xem xét liệu những đặc điểm của giám đốc điều hành, người đại diện có ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư, như giới tính, tuổi, trình độ. Cuối cùng, nếu điều kiện cho phép, các nghiên cứu mở rộng đánh giá tác động của mức sở hữu của SCIC đối với hiệu quả doanh nghiệp niêm yết và phi niêm yết. Các hướng nghiên cứu trên sẽ bổ sung, hoàn thiện kết quả của luận án, cũng như cung cấp các hàm ý khác để nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC.



CÁC CÔNG TRÌNH KHOA HỌC LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

- Nguyễn Thanh Đoàn (2020), Đánh giá hiệu quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC), Tạp chí Phát triển Khoa học và Công nghệ – Kinh tế -Luật và Quản lý, 4(2):686-695. Đại học quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh. Ngày nhận: 18/7/2019, trang 686-694, Ngày chấp nhận :10/8/2019, Ngày đăng: 27/6/2020. DOI :10.32508/stdjelm.v 4i2.618.
- Nguyễn Thanh Đoàn (2020), Các nhân tố ảnh hưởng đến mức sở hữu của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) tại doanh nghiệp mục tiêu, Tạp chí Ngân hàng, cơ quan của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Số 12 tháng 6 năm 2020, trang 10 -15.
- Hai Chi Nguyen & Doan Thanh Nguyen (2021), The impact of non-commodity sovereign wealth funds' ownership on the domestic target firm performance, Cogent Economics & Finance, 9:1, 1878620, DOI: 10.1080/23322039.2021.1878620.

To link to this article: <https://doi.org/10.1080/23322039.2021.1878620>



TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tài liệu tiếng Việt

“Dự án Umbrella” (2017), Bộ Tài chính nước Cộng hòa Xã hội chủ nghĩa Việt Nam và Tổ chức Hợp tác Quốc tế Nhật Bản (JICA).

Bùi Đức Long (2016) Thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp: thực tiễn tại Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước, Tạp chí Tài chính, tháng 10/2016.

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.

Đinh Thị Nga (2020). Một số giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn nhà nước đầu tư vào doanh nghiệp, Tạp chí Tài chính Kỳ 1 - Tháng 7/2020.

Đoàn Ngọc Phúc (2014) Nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa ở Việt Nam. Trường đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.

Đỗ Huyền Trang (2012). Hoàn thiện phân tích hiệu quả kinh doanh trong các doanh nghiệp chế biến gỗ xuất khẩu khu vực Nam Trung Bộ. Đại học kinh tế quốc dân.

Lê Thị Thanh (2006), Công ty đầu tư tài chính nhà nước ở Việt Nam: những vấn đề lý luận và thực tiễn, NXB Thống kê.

Ngô Văn Vũ (2016) Tổ chức lại doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam

Nguyễn Hồng Long (2019) Hội thảo về Chiến lược phát triển phát triển SCIC giai đoạn 2020-2025, tầm nhìn đến năm 2035 tổ chức ngày 12/11/2019.

Nguyễn Kim Bảo (2002), Thể chế kinh tế thị trường XHCN có đặc sắc Trung Quốc, NXB Chính trị quốc gia.

- Nguyễn Thanh Đoàn (2020), Đánh giá hiệu quả hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC), Tạp chí Phát triển Khoa học và Công nghệ – Kinh tế -Luật và Quản lý, 4(2):686-695. Đại học quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh.
- Nguyễn Ngọc Sơn (2012), Tổng công ty đầu tư kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) và câu hỏi phải làm gì để vốn nhà nước trở thành công cụ của nền kinh tế? tạp chí khoa học giao thông vận tải số 37 – tháng 3/2012.
- Nguyễn Hồng Sơn (2017), Quan điểm của Đảng và Nhà nước Việt Nam về nguồn lực và phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, Tạp chí Khoa học ĐHQGHN: Kinh tế và Kinh doanh, Tập 33, Số 4 (2017) 1-9.
- Nguyễn Văn Trình, Trần Đức Trương (2013), Kỷ yếu diễn đàn kinh tế mùa xuân 2013, Tái cơ cấu nền kinh tế một năm nhìn lại.
- Nguyễn Thị Phương Dung (2020), Vận dụng chủ nghĩa Mác - Lênin trong phát triển nền kinh tế thị trường định hướng XHCN ở Việt Nam, Tạp chí Tài chính kỳ 1 Tháng 3/2020.
- Nguyễn Phú Trọng (2021), Một số vấn đề lý luận và thực tiễn về chủ nghĩa xã hội và con đường đi lên chủ nghĩa xã hội ở Việt Nam, Báo điện tử Đảng Cộng sản Việt Nam, ngày 16/05/2021.
- Phạm Phú Quốc (2016) Luận án Tiến sỹ 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
- 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.
- Phan Thị Bích Nguyệt (2003), Xây dựng mô hình công ty đầu tư tài chính nhà nước - giải pháp để nâng cao hiệu quả đầu tư, trường Đại học kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.

Thủ tướng Chính phủ (2005), Quyết định về việc thành lập Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước, số 151/2005/QĐ- TTg ngày 20/6/2005, Hà Nội.

Thủ tướng Chính phủ (2005), Quyết định phê duyệt Điều lệ tổ chức và hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước, Số 152/ 2005/QĐ – TTg ngày 20/6/2005, Hà Nội.

Thủ tướng Chính phủ (2013), Nghị định của Chính phủ về chức năng, nhiệm vụ và cơ chế hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước, số 151/ 2013/NĐ-CP ngày 01/11/2013, Hà Nội.

Thủ tướng Chính phủ (2014), Nghị định của Chính phủ Điều lệ và tổ chức hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước, số 57/ 2014/NĐ-CP ngày 16/6/2014, Hà Nội.

Thủ tướng Chính phủ (2017), Nghị định của Chính phủ sửa đổi, bổ sung một số điều Nghị định số 151/2013/NĐ-CP về chức năng, nhiệm vụ và cơ chế hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước, số 147/ 2017/NĐ-CP ngày 25/12/2017, Hà Nội.

Thủ tướng Chính phủ (2017), Nghị định của Chính phủ Điều lệ và tổ chức hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước thay thế Nghị định số 57/2014/NĐ-CP về Điều lệ và tổ chức hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước, số 148/ 2017/NĐ-CP ngày 25/12/2017, Hà Nội.

Thủ tướng Chính phủ (2018) Nghị quyết 09-NQ/CP ngày 03 tháng 02 năm 2018, về thành lập Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC).

Thủ tướng Chính phủ (2018), Nghị định số 131/2018-NĐ-CP ngày 29/9/2018 của Chính phủ quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại DN.

Tổng công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước (2008 đến 2021), các báo cáo về tình tài chính của Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước, Hà Nội.

Trần Du Lịch (2013), Tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước: vấn đề và giải pháp, Đoàn đại biểu Quốc hội thành phố Hồ Chí Minh.

Trần Xuân Tú (2019), Luận án Tiến sỹ “Nâng cao vai trò của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước trong hoạt động tái cấu trúc tài chính các doanh nghiệp có vốn đầu tư nhà nước ở Việt Nam”, Học viện Tài chính.

Văn kiện đại hội Đảng Cộng sản Việt Nam lần thứ X (2006)

Văn kiện đại hội Đảng Cộng sản Việt Nam lần thứ XI (2011)

Văn kiện đại hội Đảng Cộng sản Việt Nam lần thứ XII (2016)

Văn kiện đại hội Đảng Cộng sản Việt Nam lần thứ XIII (2021)

Võ Thanh Hà (2016), Nâng cao vai trò của SCIC trong tái cơ cấu các tập đoàn, tổng công ty nhà nước, Tạp chí Tài chính, tháng 6/2016.

Tài liệu tiếng Anh

Admati, Anat R. and Paul Pfleiderer, 2009, The “Wall Street Walk” and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice, Review of Financial Studies 22, 2645-2685.

Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R., & Williamson, R. (2009). Differences in governance practices between U.S. and foreign firms: Measurement, causes, and consequences. Review of Financial Studies, 22(8), 3131–3169.

Aguilera, R. V., Capape, J., Santiso, J. 2016. Sovereign wealth funds: a strategic governance view. Acad. Manag. Perspect. 30(1), 5-23

Alhashel, B. 2015. Sovereign wealth funds: A literature review. Journal of Economics and Business, 78(C), 1-13.

Alsweilem, K. A., Cummine, A., Rietveld, M., Tweedle, K. 2015. Sovereign investor models: Institutions and policies for managing sovereign wealth. Joint Report.

- Anderloni, L., Vandone, D. (2012). Sovereign wealth fund investment in the banking industry.
- Anderson, E. C. (2009). Take the money and run, Westport: Prater Security International.
- Avendano, R., Santiso, J. (2009). Are sovereign wealth funds investments politically biased? A comparison with mutual funds. OECD Development Center.
- Aviral, K. T., & Raveesh, K. (2015). Determinants of capital structure: a quantile regression analysis. *Studies in Business and Economics*, 10(1), 16-34.
- Barney, J. B., Hesterly, W. S. (2008). Strategic management and competitive advantages. New York: Pearson Prentice Hall.
- Bernstein, S., Lerner, J. and Schoar, A., 2013. The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. *The Journal of Economic Perspectives*, 27(2), 219-237.
- 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.
- Blundell-Wignall A., Wei Hu Y. and Yermo J. (2008). "Sovereign wealth and pension fund issues", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions 14, pp. 1-18.
- Bortolotti, B., Fotak, V., & Megginson, W. L. 2015. The sovereign wealth fund discount: Evidence from public equity investments. *The Review of Financial Studies*, 28(11), 2993-3035.
- Bortolotti, B., Fotak, V., Megginson, W. L., Miracky, W. (2009). Sovereign wealth fund investment patterns and performance. *Nota di lavoro//Fondazione Eni Enrico Mattei: Institutions and markets*.
- Boubakri, N., Cosset, J., & Gira, J. 2016. Sovereign wealth funds targets selection: A comparison with pension funds. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 42, 60-76.

- Butt, Shams, Anil Shivdasani, Carsten Stendevad, and Ann Wyman, 2008, Sovereign Wealth Funds: A Growing Global Force in Corporate Finance, *Journal of Applied Corporate Finance* 20, 73-83.
- Candelon, B., Kerkour, M., Lecourt, C. (2011). Are sovereign wealth funds' investments determined by macroeconomic factors? University Maastricht Working Paper.
- Chen, Xia, Jarrad Harford, and Kai Li, 2007, Monitoring: Which institutions matter? *Journal of Financial Economics* 86, 279-305.
- Chesterman, S. 2008. The turn to ethics: Disinvestment from multinational corporations for human rights violations – The case of Norway's sovereign wealth fund. *American University International Law Review*, 23, 577-615.
- 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. Analyzing and evaluating corporate social performance. *The Academy of Management Review*, 20(1), 92-117.
- Crabbe, O. 1996. *International financial markets*. London: Prentice Hall.
- Daniel, K., Titman, S., & John, W. 2001. Explaining the cross-section of stock returns in Japan: Factors or characteristics. *The Journal of Finance*, 56(2), 743-766.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(s-1), 35-59.
- Del Guercio, Diane, Laura Seery, and Tracie Woitdke, 2008, Do Boards Pay Attention When Institutional Investor Activists "Just Vote No"? *Journal of Financial Economics* 90, 84-103.

- Demsetz, H. (1967). Toward a theory of property rights. *The American Economic Review*. 57(2), 347-359.
- Dewenter, K. L., Han, X, Malatesta, P. H. (2010). Firm values and sovereign wealth fund investments. *Journal of Financial Economics*. 98(2), 256-278.
- Dinc and Erel, 2013, Economic Nationalism in Mergers and Acquisitions, *The Journal of Finance*. 68(6), 2471-2514.
- Donaldson, T., Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Dyck, I. J., Morse, A. 2011. Sovereign wealth Fund Portfolios. Working paper.
- Fattouh, B., Scaramozzino, P. S., & Harris, L. (2003). Capital structure in South Korea: A quantile regression approach. Centre for International Studies on Economic Growth Working Paper No. 40.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine* September 13.
- Fernandes, N. (2009). Sovereign wealth funds: Investment choices and implications around the world. IMD international.
- Fernandes, N. (2014). The impact of sovereign wealth funds on corporate value and performance. *Journal of Applied Corporate Finance*. 26(1). 76-84.
- Fogel, K., Morck, R., & Yeung, B. 2008. Big business stability and economic growth: Is what's good for General Motors good for America? *Journal of Financial Economics*, 89(1), 83-108.
- 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.
- Gompers, P., & Metrick, A. 2001. Institutional investors and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 116, 229-259.
- Greening, D. W., & Turban, D. B. (2002). Corporate social performance as a competitive advantage in attracting quality workforce. *Business & Society*, 3, 254-280.
- Greene, E., & Yeager, B. 2008. Sovereign wealth funds-a measured assessment. *Capital Markets Law Journal*, 3(3), 247-274.
- Grira, J., Labidi, C., Rouatbi, W. 2018. Does political risk matter for sovereign wealth funds? International evidence. *International Review of Financial Analysis*, forthcoming.
- Hammer, C., Kunzel, P., Petrova, I. 2008. Sovereign wealth funds: current institutional and operational practices. In: IMF Working Paper WP/08/254.
- Hai Chi Nguyen & Doan Thanh Nguyen. 2021. The impact of non-commodity sovereign wealth funds' ownership on the domestic target firm performance, *Cogent Economics & Finance*, 9:1, 1878620.
- Heaney, R., Li, L., & Valencia, V. 2011. Sovereign wealth fund investment decisions: Temasek Holdings. *Australian Journal of Management*, 36, 109-120.
- Kaminski, T. (2016). Sovereign wealth fund investments in Europe as an instrument of Chinese energy policy. *Energy Policy*, 101, 733-739.
- Karpoff, J., Malatesta, P., & Walking, R. A. 1996. Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 42(3), 365-395.

- Knill A., Lee, B. S., Mauck, N. 2012a. Bilateral political relations and sovereign wealth fund investment. *Journal of Corporate Finance*, 18, 108-123.
- Knill, A. M., Lee, B. S., & Mauck, N. 2012b. Sovereign wealth fund investment and the return-to-risk performance of target firms. *Journal of Financial Intermediation*, 21(2), 315-340.
- Koenker, R. 2005. *Quantile regression*. Cambridge University Press.
- Kotter, J., Lel, U. (2011). Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences. *Journal of Financial Economics*.
- Kubo, K., Phan, H. V. (2019). State ownership, sovereign wealth fund and their effects on firm performance: Empirical evidence from Vietnam. *Pacific-Basin Finance Journal*, 58.
- Kunzel, P., Lu, Y., Petrova, I., Pihlman, J. 2011. Investment objectives of sovereign wealth funds-A shifting paradigm. *IMF Working Paper* 11/19.
- Meggison, 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.
- Meggison, W. L., You, M., Han, L. (2013). Determinants of sovereign wealth fund cross-border investments. *Financial Review*, 48(4), 539-572.
- Mehrpouya, A., Huang, C., & Barnett, T., 2009, "An Analysis of Proxy Voting and Engagement Policies and Practices of the Sovereign Wealth Funds," New York: IRRC Institute.
- Mitnick, B. M. (2000). Commitment, revelation, and the testaments of belief: the metrics of measurement of corporate social performance. *Business & Society*, 39(4), 419-465.

- Miracky, W., D. Dyer, D. Fisher, T. Goldner, L. Lagarde, and V. Piedrahita, 2008. Assessing the Risks: The behaviors of sovereign wealth funds in the global economy (Monitor Group).
- Mitchell, R.K., Agle, B.R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder: identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22, 853-886.
- Nguyen, D.-T., Nguyen, T.-P., & Nguyen, J. D. (2012). Vietnam's SCIC: a gradualist approach to sovereign wealth funds. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 17(2), 268-283.
- Parrino, R., R.W. Sias, and L.T. Starks, 2003, "Voting With Their Feet: Institutional Investors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics* 68 (No. 1, Apr.), 3-46.
- Pistor, Katharina and Kyle Hatton. 2011. Maximizing Autonomy in the Shadow of Great Powers: The Political Economy of Sovereign Wealth Funds.
- Roodman, D. (2009). How to do Xtabond2. *Stata Journal*.
- Rose, P., 2008, Sovereigns as shareholders, *North Carolina Law Review*, 87,101–166 Sharpe, W. F. 1966. Mutual fund performance. *The Journal of Business*, 39(1), 119-138.
- Sharfman, M. (1996). The construct validity of the CSP-FP, Lydenberg and Domini social performance ratings data. *Journal of Business Ethics*, 15, 287-296.
- Shleifer, A., Vishny, R. W. 1994. Politicians and firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 995-1025.
- Van der Laan, G., Ees, H. V., & Witteloostuijn, A. V. (2008). Corporate social and financial performance: an extended stakeholder theory, and empirical test with accountign measures. *Journal of Business Ethics*, 79, 299-310.



Wei, Z., & Varela, O. 2003. State equity ownership and firm market performance: Evidence from China's newly privatized firms. *Global Finance Journal*, 14, 65-82.



CÁC PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Bảng phỏng vấn sâu với câu hỏi mở (lãnh đạo SCIC, doanh nghiệp nhận đầu tư của SCIC, chuyên gia trong ngành tài chính, vốn nhà nước)

BẢNG PHỎNG VẤN SÂU VỚI CÂU HỎI MỞ

(Câu hỏi phỏng vấn đối với lãnh đạo SCIC)

Xin chào Ông/Bà.

Tôi là nghiên cứu sinh chuyên ngành Kinh tế chính trị, đến từ Khoa Kinh tế, trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh. Tôi đang nghiên cứu **các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định (chiến lược) đầu tư** của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) đối với các doanh nghiệp mục tiêu nhận đầu tư từ SCIC; **các tiêu chí đánh giá hiệu quả hoạt động** của SCIC và **các giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động** của SCIC.

Rất mong quý Ông/Bà dành chút thời gian giúp đỡ để tác giả hoàn thành tốt nghiên cứu của mình. Tất cả thông tin thu thập đều được mã hoá để phục vụ cho mục đích duy nhất là nghiên cứu. Thông tin về người trả lời và nội dung trả lời sẽ không công bố, bảo mật theo đúng đạo đức khoa học.

Trân trọng xin ý kiến, quan điểm của Ông, Bà về các vấn đề sau:

Về chiến lược đầu tư

Câu 1: Ông/Bà vui lòng cho biết, định hướng đầu tư của SCIC là gì?

Câu 2: Các ngành SCIC tập trung đầu tư lĩnh vực nào? Trong tương lai, SCIC thay đổi như thế nào?

Câu 3: Theo Ông/Bà, SCIC có chiến lược quan tâm đầu tư vào các doanh nghiệp có đặc điểm gì? Tại sao?

Câu 4: Phương châm quản trị của SCIC đối với doanh nghiệp có vốn đầu tư là gì? Tôn trọng cơ chế quản trị hay sẽ can thiệp vào hoạt động quản trị của doanh nghiệp?



Về hiệu quả đầu tư

Câu 5: Đề nghị Ông/Bà cho biết hiệu quả tài chính của SCIC? Quy mô và hiệu quả của SCIC so với một số Quỹ Đầu tư chính phủ trong khu vực như thế nào?

Câu 6: Theo Ông/Bà, SCIC có quan tâm về hiệu quả xã hội (hiệu quả phi tài chính) khi đầu tư vào các doanh nghiệp không?

Câu 7: Theo Ông/Bà để đánh giá hiệu quả hoạt động của SCIC cần chú trọng tiêu chí nào?

Các kiến nghị, giải pháp

Câu 8: Nên có cơ chế gì SCIC hoạt động hiệu quả hơn? Đầu tư hiệu quả hơn?

Câu 9: Theo Ông/Bà để nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC cần có những giải pháp nào?

Câu 10: Ông/Bà có bình luận gì khác?

Trân trọng cảm ơn quý Ông/Bà



BẢNG PHỎNG VẤN SÂU VỚI CÂU HỎI MỞ

(Câu hỏi phỏng vấn đối với doanh nghiệp nhận đầu tư của SCIC)

Tôi là nghiên cứu sinh chuyên ngành Kinh tế chính trị, đến từ Khoa Kinh tế, trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh. Tôi đang nghiên cứu **các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định (chiến lược) đầu tư** của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) đối với các doanh nghiệp mục tiêu nhận đầu tư từ SCIC; **các tiêu chí đánh giá hiệu quả hoạt động** của SCIC và **các giải pháp nâng cao hiệu năng hoạt động** của SCIC.

Rất mong quý Ông/Bà dành chút thời gian giúp đỡ để tác giả hoàn thành tốt nghiên cứu của mình. Tất cả thông tin thu thập đều được mã hoá để phục vụ cho mục đích duy nhất là nghiên cứu. Thông tin về người trả lời và nội dung trả lời sẽ không công bố, bảo mật theo đúng đạo đức khoa học.

Trân trọng xin ý kiến, quan điểm của Ông, Bà về các vấn đề sau:

Câu 1: Theo quý Ông/Bà, doanh nghiệp có nên mở rộng đối tượng nhận đầu tư của SCIC?

Câu 2: Xin Ông/Bà cho biết sự hỗ trợ của SCIC đối với doanh nghiệp những năm vừa qua trong hoạt động quản trị doanh nghiệp và hoạt động đầu tư? Ông/bà đánh giá gì về vai trò của SCIC đối với doanh nghiệp trong tương lai trung và dài hạn? Ví dụ, về mặt kinh nghiệm quản lý, khả năng cung ứng vốn, mối quan hệ với các đối tượng khác thông qua SCIC?

Câu 3: Xin Ông/Bà cho biết những mong muốn của doanh nghiệp đối với SCIC trong hoạt động quản trị doanh nghiệp và đầu tư vốn trong thời gian tới?

Câu 4: Ông/Bà có đánh giá như thế nào về phương thức vận hành và biện pháp thực hiện chức năng chủ sở hữu của SCIC tại doanh nghiệp.

Câu 5: Ông/Bà có bình luận gì khác? Trân trọng cảm ơn quý Ông/Bà.

BẢNG PHỎNG VẤN SÂU VỚI CÂU HỎI MỞ

(Câu hỏi phỏng vấn đối với chuyên gia trong ngành tài chính, vốn nhà nước)

Tôi là nghiên cứu sinh chuyên ngành Kinh tế chính trị, đến từ Khoa Kinh tế, trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh. Tôi đang nghiên cứu **các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định (chiến lược) đầu tư** của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) đối với các doanh nghiệp mục tiêu nhận đầu tư từ SCIC; **các tiêu chí đánh giá hiệu quả hoạt động** của SCIC và các **giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động** của SCIC.

Rất mong quý Ông/Bà dành chút thời gian giúp đỡ để tác giả hoàn thành tốt nghiên cứu của mình. Tất cả thông tin thu thập đều được mã hoá để phục vụ cho mục đích duy nhất là nghiên cứu. Thông tin về người trả lời và nội dung trả lời sẽ không công bố, bảo mật theo đúng đạo đức khoa học.

Trân trọng xin ý kiến, quan điểm của Ông, Bà về các vấn đề sau:

Về hiệu quả hoạt động

Câu 1: Theo quý Ông/Bà có đánh giá như thế nào về mô hình công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước hiện nay tại Việt Nam như Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước (SCIC), Công ty Đầu tư Tài chính Nhà nước TP. Hồ Chí Minh (HFIC)? Về ưu điểm, hạn chế và những nguyên nhân của hạn chế.

Câu 2: SCIC nên quan tâm đến hiệu quả tài chính hay phi tài chính (hiệu quả về mặt xã hội) khi đầu tư vào doanh nghiệp mục tiêu?

Câu 3: Theo Ông/Bà để đánh giá hiệu quả hoạt động của SCIC cần chú trọng tiêu chí nào? Hiệu quả tài chính hay phi tài chính? Hay cả hai?

Câu 4: Theo Ông/Bà để nâng cao hiệu quả hoạt động của SCIC cần có những giải pháp nào?



Về chiến lược đầu tư

Câu 5: Theo quý Ông/Bà, SCIC nên đầu tư vào những lĩnh vực, ngành gì trong trung hạn và dài hạn?

Câu 6: Theo quý Ông/Bà SCIC nên đầu tư vào những lĩnh vực then chốt của nhà nước như thế nào? SCIC có nên đầu tư nhiều hơn ra nước ngoài hay không?

Câu 7: Theo quý Ông/Bà đánh giá việc công bố thông tin hoạt động và tính minh bạch kết quả tài chính của SCIC và các doanh nghiệp mục tiêu như thế nào?

Các kiến nghị, giải pháp

Câu 8: Theo quý Ông/Bà, nên có cơ chế gì SCIC hoạt động hiệu quả hơn? Đầu tư hiệu quả hơn?

Câu 9: Ông/bà có bình luận gì khác?

Trân trọng cảm ơn quý Ông/Bà.

DANH SÁCH CHUYÊN GIA PHỎNG VẤN

TT	HỌ VÀ TÊN	ĐƠN VỊ	ĐT, MAIL, THỜI GIAN PV
Chuyên gia trong ngành tài chính, vốn nhà nước			
1.	TS. Trần Du Lịch	112/23 Nguyễn Văn Hưởng, phường Thảo Điền, Quận 2, TP.Hồ Chí Minh	0903 803 712 tdulich1952@gmail.com 14g15 ngày 26.10.2020
2.	Bà Phạm Thị Hồng Hà Nguyên Tổng giám đốc Công ty Đầu tư tài chính nhà nước TP.HCM - HFIC	Thành ủy viên, Giám đốc Sở Tài chính TP.	0903 700 755 hoangnhi0907@gmail.com 15:36, ngày 03.11.2020
3.	TS Nguyễn Ngọc Hòa	Chủ tịch Hội đồng thành viên Công ty Đầu tư Tài chính nhà nước Thành phố Hồ Chí Minh (HFIC);	0903 911 752 hoanguyensgc@gmail.com 10g30 ngày 26.10.2020
4.	Ông Nguyễn Đình Thọ	Công ty Đầu tư Tài chính nhà nước Thành phố Hồ Chí Minh (HFIC);	tho.hifu@gmail.com 15:45, 27.10.2020



Lãnh đạo SCIC			
1.	SCIC 1	GD miền Nam	Tháng 8,9,10,11/2020
2.	SCIC 2	PGĐ miền Nam	Tháng 10/2020
3.	SCIC 3	PGĐ miền Nam	Tháng 10/2020
4.	SCIC 4	PGĐ miền Nam	Tháng 10/2020
5.	SCIC 5	Trưởng phòng, miền Nam	Tháng 11/2020
Lãnh đạo các doanh nghiệp mục tiêu:			
6.	DN 1	Ban giám đốc DN	Tháng 10, 11/2020
7.	DN 2	Ban giám đốc DN	Tháng 10, 11/2020
8.	DN 3	Ban giám đốc DN	Tháng 10, 11/2020
9.	DN 4	Ban giám đốc DN	Tháng 10, 11/2020
10.	DN 5	Ban giám đốc DN	Tháng 10, 11/2020
11.	DN 6	Ban giám đốc DN	Tháng 10, 11/2020
12.	DN 7	Ban giám đốc DN	Tháng 10, 11/2020
13.	DN 8	Ban giám đốc DN	Tháng 10, 11/2020
14.	DN 9	Ban giám đốc DN	Tháng 10, 11/2020
15.	DN 10	Ban giám đốc DN	Tháng 10, 11/2020



Phụ lục 2: Bảng tổng hợp phỏng vấn sâu với câu hỏi mở

BẢNG TỔNG HỢP PHỎNG VẤN SÂU VỚI CÂU HỎI MỞ

Tổng số chuyên gia được phỏng vấn là 19: Trong đó, lãnh đạo SCIC (5), lãnh đạo các doanh nghiệp mục tiêu (9), chuyên gia trong ngành tài chính, vốn nhà nước (4).

Qua tổng hợp kết quả phỏng vấn sâu tác giả rút ra được các nhóm nội dung của 3 nhóm đối tượng phỏng vấn như sau:

Mẫu gồm Ban quản lý SCIC (5)

Đa số các nhà lãnh đạo SCIC cho rằng, một trong những định hướng đầu tư lớn là SCIC trở thành Quỹ đầu tư của Chính phủ (4/5), có 1 ý kiến SCIC trở thành nhà đầu tư chuyên nghiệp của Chính phủ, dài hạn hơn là trở thành quỹ đầu tư của Chính phủ.

Các ngành, lĩnh vực SCIC tập trung đầu tư theo Nghị định 148/2017/NĐ-CP, SCIC có ngành, nghề kinh doanh chính như sau: Đầu tư và quản lý vốn đầu tư theo nhiệm vụ được Chính phủ, Thủ tướng Chính phủ giao. Tiếp nhận và thực hiện quyền đại diện chủ sở hữu nhà nước tại các doanh nghiệp theo quy định của Chính phủ. Tiếp tục thực hiện sắp xếp, cổ phần hóa, bán vốn nhà nước đầu tư tại doanh nghiệp đã tiếp nhận theo quy định hiện hành. SCIC chủ trương tập trung các nguồn lực để tìm kiếm và hiện thực hóa các cơ hội đầu tư vào nền kinh tế Việt Nam và các doanh nghiệp trong nước, phấn đấu trở thành công cụ đặc lực để Chính phủ phát triển các ngành, lĩnh vực kinh tế trọng điểm đòi hỏi phải có sự tham gia của Nhà nước. SCIC đầu tư vào một số ngành, lĩnh vực như công nghệ cao (viễn thông, công nghệ thông tin...), kinh tế số (hạ tầng số, hệ thống cơ sở dữ liệu...), năng lượng (năng lượng tái tạo, năng lượng sạch...), nông nghiệp ứng dụng công nghệ cao, các dự án hạ tầng trọng điểm (hàng không, đường bộ, đường sắt...) và tài chính ngân hàng. Việc đầu tư vào thị trường tài chính, cơ sở hạ tầng, năng lượng và các lĩnh vực then chốt của nền kinh tế là hoàn toàn phù hợp với chức năng, nhiệm vụ của SCIC và được thể hiện xuyên suốt

từ khi thành lập đến nay. Nhìn chung các ý kiến cho rằng SCIC đầu tư vào các lĩnh vực then chốt của nền kinh tế.

SCIC đầu tư vào những doanh nghiệp có những đặc điểm: trước hết sẽ quan tâm đầu tư vào các doanh nghiệp được nhà nước giao đại diện chủ sở hữu, được Chính phủ giao đầu tư, các ngành, lĩnh vực kinh tế trọng điểm đòi hỏi phải có sự tham gia của Nhà nước. Có 3/5 ý kiến cho rằng đầu tư vào các ngành quan trọng của xã hội, có sức lan tỏa lớn trong nền kinh tế. Có 2/5 Quan tâm cả những doanh nghiệp đang hoạt động hiệu quả lẫn các doanh nghiệp có tiềm năng phát triển.

Phương châm quản trị của SCIC đối với doanh nghiệp có vốn đầu tư: Có 5/5 ý kiến cho rằng SCIC là một cổ đông của doanh nghiệp, là một cổ đông năng động, sẵn sàng và chủ động tham gia cùng doanh nghiệp trong các hoạt động kinh doanh. SCIC tôn trọng cơ chế quản trị, tuy nhiên sẽ sử dụng quyền cổ đông để đảm bảo quyền và lợi ích của nhà nước nói riêng, của các cổ đông khác nói chung không bị xâm phạm. Quản trị doanh nghiệp hiện đại theo thông lệ tốt nhất, là cổ đông năng động. Đối với doanh nghiệp có vốn đầu tư, SCIC quan tâm đến hiệu quả quản trị theo các thông lệ quốc tế tiên tiến nhất và tôn trọng cơ chế quản trị của doanh nghiệp, tuy nhiên sẽ bảo vệ lợi ích của các cổ đông khi cần thiết (có 2 ý kiến).

Đa số ý kiến cho rằng cần có đánh giá hiệu quả về mặt xã hội, cả tài chính (5/5). Đánh giá hiệu quả hoạt động của SCIC cần chú trọng tiêu chí: Cần chú trọng cả hiệu quả tài chính có thể đo lường được và hiệu quả lan tỏa trong xã hội khi SCIC đầu tư. Do đặc thù là doanh nghiệp nhà nước, đầu tư vào các doanh nghiệp có sự lan tỏa kinh tế lớn nên cần đánh giá hiệu quả hoạt động trên cả hai nhóm chỉ số tài chính và phi tài chính. Các tiêu chí như: chênh lệch giá trị doanh thu bán vốn so với vốn nhà nước được giao bán, ROA, ROE và các tiêu chí phi tài chính khác. Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), Lợi nhuận trước thuế tính trên một lao động, doanh thu tạo ra trên một lao động.

Cơ chế gì SCIC hoạt động hiệu quả hơn: Các lãnh đạo doanh nghiệp có cùng nhận định hiện nay một số văn bản pháp luật chưa rõ ràng dẫn đến một số vướng mắc

khi đầu tư vốn (4/5 ý kiến). Do vậy, hệ thống pháp luật cần đồng bộ và rõ ràng để có nền tảng pháp lý cho hoạt động đầu tư. Nhà nước có các biện pháp tiếp tục nâng cao vị thế của SCIC, ban hành các chính sách pháp luật nhanh chóng, kịp thời, rõ ràng và tránh mỗi nơi mỗi một kiểu (1/5 ý kiến). Chính sách pháp luật liên quan đến đầu tư và đánh giá hiệu quả đầu tư rõ ràng hơn. Thị trường tài chính, thị trường chứng khoán cần tiếp tục minh bạch thông tin hơn nữa để giảm thiểu rủi ro đầu tư nhưng thiếu thông tin.

Mẫu gồm lãnh đạo các doanh nghiệp mục tiêu (10)

Đa số ý kiến cho rằng tất cả các doanh nghiệp nhà nước nên chuyển giao về một đầu mối là SCIC quản lý cho thống nhất (9/10 ý kiến) (trừ doanh nghiệp công ích, xổ số, lâm trường), bên cạnh đó cũng có ý kiến cho rằng hiện nay đối tượng nhận đầu tư của SCIC đã rất rộng, nên không cần mở rộng thêm đối tượng nhận đầu tư, chủ yếu đơn đốc UBND tỉnh và các Bộ, ngành khẩn trương chuyển giao doanh nghiệp về SCIC (1/10 ý kiến).

Trong thời gian qua SCIC đã hỗ trợ nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp mục tiêu, hỗ trợ tái cơ cấu doanh nghiệp hỗ trợ công ty hoàn thiện các quy chế, quy trình nội bộ phù hợp với chính sách pháp luật hiện hành, chỉ đạo công ty làm hồ sơ niêm yết trên sàn chứng khoán, thúc đẩy hoạt động đầu tư phát triển theo chiều sâu (10/10 ý kiến). SCIC có vai trò lớn trong việc kết nối với các đối tác khác trong và ngoài danh mục quản lý của SCIC, góp phần giúp công ty phát triển. SCIC là cổ đông lớn và quan trọng cho sự phát triển của Công ty, nâng cao lợi nhuận kinh doanh, phát triển mạng lưới kinh doanh, quản trị chi phí tốt hơn trước. Có ý kiến trong 9 tháng đầu năm 2020, SCIC hỗ trợ doanh nghiệp xin giãn nợ ngân hàng do covid- 19 và quản lý tiết giảm chi phí. Trong các năm qua, SCIC hỗ trợ nâng cao năng lực quản trị công ty cho cán bộ, hoàn thiện các quy định nội bộ, thực hiện đấu thầu, đấu giá đúng pháp luật. Đồng thời, SCIC giới thiệu nhiều cơ hội đầu tư giữa các doanh nghiệp do SCIC đang nắm giữ vốn để cùng hợp tác. SCIC có vai trò quan trọng trong trung và dài hạn (6/10).

SCIC có vai trò quan trọng đối với doanh nghiệp trong tương lai trung và dài hạn, đồng hành cùng doanh nghiệp trong việc tìm kiếm đối tác kinh doanh, định hướng chiến lược phát triển cho doanh nghiệp. Trong hoạt động đầu tư, cổ đông SCIC luôn rà soát kỹ từng tiêu chí tài chính, đánh giá hiệu quả, cân nhắc lợi ích chi phí để khuyến nghị doanh nghiệp theo hướng tốt nhất có thể. Vì vậy, về trung và dài hạn, việc gắn bó với SCIC là vô cùng cần thiết để phát triển. Tăng cường công tác dự báo giá nguyên liệu, do đó Công ty không bị tồn kho giá cao mà mua được hàng hóa đầu vào giá thấp, tạo tiền đề có giá bán tốt, cạnh tranh với đối thủ. Đồng thời, với người đại diện trong HĐQT, SCIC đưa ra nhiều định hướng phát triển như mở thêm chi nhánh tại, xây dựng thêm nhà máy tại vùng nguyên liệu để giảm chi phí vận chuyển, xây dựng lại định mức chi phí sản xuất để giá thành sản phẩm sát thực tế, phục vụ cho các quyết định quản trị kịp thời và hiệu quả. SCIC là cổ đông nhà nước có kinh nghiệm quản lý, đóng vai trò chính trong sự phát triển của công ty hiện nay và trong trung, dài hạn. Tuy nhiên, một số doanh nghiệp thuộc danh mục thoái vốn nên không có ý kiến về vai trò của SCIC trong trung và dài hạn. Có ý kiến không bán phần vốn nhà nước tại công ty, tiếp tục đồng hành cùng công ty (1/10). Chậm thoái vốn nhà nước để hoàn thiện, kiện toàn thêm bộ máy quản lý và các quy trình, quy định nội bộ của Công ty (1/10).

Một số doanh nghiệp không muốn SCIC thoái vốn để tiếp tục đồng hành cùng doanh nghiệp vì SCIC là một cổ đông rất quan trọng đối với sự phát triển của doanh nghiệp; hỗ trợ doanh nghiệp trong công tác quản trị, tư vấn trong các quyết định đầu tư; đầu tư thêm vốn để tăng cường mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh. Một lý do khác là giãn tiến độ thoái vốn khoảng 5 năm nữa, trong thời gian này tiếp tục định hướng chiến lược doanh nghiệp, làm cầu nối với các đối tác, chậm thoái vốn nhà nước để hoàn thiện, kiện toàn thêm bộ máy quản lý và các quy trình, quy định nội bộ của doanh nghiệp, tiếp tục ủng hộ doanh nghiệp đầu tư phát triển sản xuất, đem lại lợi nhuận ngày càng cao cho các cổ đông, tiếp tục giới thiệu thêm nhiều đối tác để công ty phát triển kinh doanh, cũng như giới thiệu thêm nhiều cơ hội đầu tư phù hợp với ngành nghề cũng như nguồn tài chính hiện có.

SCIC đã thể hiện được vai trò thực hiện chức năng chủ sở hữu của SCIC tại doanh nghiệp (8/10): Tại doanh nghiệp có các người đại diện vốn, trước khi họp hay biểu quyết các vấn đề quan trọng đều được người đại diện vốn thảo luận kỹ, sau đó xin ý kiến của lãnh SCIC. Phương thức vận hành và biện pháp thực hiện chức năng chủ sở hữu của SCIC tại doanh nghiệp đúng với quy định của nhà nước. SCIC thực hiện chức năng chủ sở hữu bằng hình thức biệt phái hoặc thông qua người đại diện là các thành viên HĐQT và Ban điều hành. Các phương thức vận hành và biện pháp thực hiện chức năng chủ sở hữu đúng quy định pháp luật. SCIC có vai trò quan trọng trong việc quyết định các dự án đầu tư; tư vấn chế độ tài chính, phân phối lợi nhuận; giám sát, kiểm tra việc chấp hành pháp luật; đánh giá việc thực hiện mục tiêu, nhiệm vụ được giao, hiệu quả sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp

Mẫu gồm các chuyên gia tài chính, vốn nhà nước (4)

Các chuyên nhận định rằng SCIC là mô hình này tương đối phù hợp với đặc điểm nền kinh tế đang từng bước hội nhập và phát triển của Việt Nam, vừa có tính đặc thù riêng có vừa có yếu tố hội nhập quốc tế (3/4 ý kiến). Các chuyên gia có cùng nhận định có SCIC đã từng bước phát huy là công cụ tài chính đặc biệt của Nhà nước, mục tiêu là kinh doanh về mặt tài chính, sự phát triển của SCIC gắn với quá trình cổ phần hóa DNN; SCIC thực hiện đúng chức năng của mình là tổ chức đầu tư tài chính, quản lý vốn nhà nước tại các DN cổ phần hóa.

Cần tập trung đánh giá hiệu quả tài chính thể hiện trong đầu tư và đánh giá hiệu quả của SCIC qua hoạt động đầu tư này; tuy nhiên có chuyên gia cho rằng SCIC cũng cần có quan tâm về mặt xã hội theo định hướng của nhà nước. Mục tiêu tổng thể phải lời, nhưng phải chấp nhận rủi ro, có lời, có lỗ; tuy nhiên thực tế nhà nước lúc nào cũng muốn lời; do đó cần phải đánh giá đúng và cũng cố vai trò của SCIC trong thị trường tài chính (1/4 ý kiến).

Vấn đề đặt ra là quá trình cổ phần hóa vẫn tiếp tục diễn ra, do đó cần gắn kết của SCIC với các tập đoàn kinh tế nhà nước hiện nay để phát huy việc quản lý vốn nhà nước. Cần có cơ chế giám sát về hoạt động này của các cơ quan có

thẩm quyền của Quốc Hội, như các nước trên thế giới. Hàng năm SCIC phải báo cáo Quốc Hội thì sẽ nâng cao tính minh bạch kết quả tài chính, thông tin minh bạch ít nhất như một công ty trên thị trường chứng khoán (1/4 ý kiến).

Cần tăng cường tính tự chủ của SCIC như một nhà đầu tư tài chính năng động. Đầu tư vào lĩnh vực nào sinh lời do SCIC quyết định, nên đầu tư vào lĩnh vực công nghệ cao, khởi nghiệp sáng tạo; không chỉ đầu tư vào lĩnh vực công mà cần phải đầu tư vào lĩnh vực nhân như đúng tinh thần Nghị quyết số 10-NQ/TW ngày 3/6/2017 Hội nghị lần thứ năm Ban Chấp hành Trung ương Đảng khóa XII về phát triển kinh tế tư nhân trở thành một động lực quan trọng của nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Đầu tư nước ngoài cần mở rộng cơ chế cho SCIC, tăng tự chủ cho SCIC; quan trọng nhất là năng lực quản trị, tầm lãnh đạo chiến lược của SCIC (3/4 ý kiến).

Đối với, Công ty Đầu tư Tài chính Nhà nước TP. Hồ Chí Minh - HFIC (2/4 ý kiến nhận định thêm)

Ưu điểm, kết quả đạt được: Sau khi tiếp nhận các doanh nghiệp, HFIC đã thực hiện vai trò đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước đối với các doanh nghiệp được chuyển giao theo Phương án thí điểm đã được Ủy ban nhân dân thành phố phê duyệt. Công tác thí điểm cơ bản đạt được mục tiêu của Phương án thí điểm, trong đó HFIC thực hiện tốt quyền, nghĩa vụ và trách nhiệm của đại diện chủ sở hữu, xây dựng và tổ chức thực hiện việc giám sát tài chính, đánh giá hoạt động của các công ty thành viên. Các kết quả đạt được của HFIC đã từng bước cụ thể hóa chủ trương của Đảng, Chính phủ và Ủy ban nhân dân thành phố trong quá trình đổi mới phương thức quản lý vốn nhà nước; Đảm bảo quyền tự chủ, trách nhiệm trong hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty được chuyển giao. Với tư cách là đại diện chủ sở hữu, HFIC đã thực hiện chức năng theo các quy định tại Luật Doanh nghiệp, Nghị định số 25/2010/NĐ-CP, Nghị định số 99/2012/NĐ-CP, Nghị định số 61/2013/NĐ-CP, Nghị định số 71/2013/NĐ-CP, Nghị định số 87/2015/NĐ-CP, Nghị định số 91/2015/NĐ-CP và các quy định pháp luật khác có liên quan để xử lý các công việc phát sinh thuộc thẩm

quyền của chủ sở hữu tại các doanh nghiệp được chuyển giao mà trước đây các đơn vị phải xin ý kiến của Ủy ban nhân dân thành phố. HFIC đã cơ bản giải quyết kịp thời những kiến nghị, đề xuất của các công ty chuyển giao theo đúng thẩm quyền, tuân thủ Điều lệ của các công ty chuyển giao; tách biệt tài sản của HFIC và tài sản của các công ty chuyển giao.

Tồn tại, khó khăn: Mô hình hoạt động của HFIC có tính chất đặc thù so với doanh nghiệp 100% vốn nhà nước khác, cụ thể: HFIC vừa thực hiện chức năng hoạt động của Quỹ đầu tư phát triển địa phương, vừa thực hiện chức năng hoạt động của một công ty TNHH MTV 100% vốn nhà nước, đồng thời thực hiện thí điểm chức năng đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước; các Nghị định, Thông tư đã được Chính phủ và Bộ ngành ban hành chưa đề cập đến các hoạt động có tính chất đặc thù của HFIC. Do vậy, trong quá trình thực hiện nhiệm vụ chính trị, sản xuất kinh doanh, HFIC gặp nhiều khó khăn, vướng mắc trong việc thực hiện, vận dụng cơ chế, khung pháp lý hoạt động hiện hành mô hình của HFIC.

Nguyên nhân: Công tác thực hiện thí điểm chức năng đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại thành phố là nhiệm vụ mới, chưa có tiền lệ, nhiều thực tiễn chưa được tổng kết để trao đổi, học tập kinh nghiệm và hệ thống các văn bản pháp quy có liên quan chưa đầy đủ. Trong quá trình thực hiện, các Bộ ngành còn thận trọng cân nhắc mô hình hoạt động cơ chế thí điểm của HFIC nên đã ảnh hưởng đến quá trình thẩm định và kéo dài thời gian trong việc phê duyệt các chủ trương và ban hành các cơ chế chính sách có liên quan. Trong thời gian qua, cơ chế chính sách về doanh nghiệp nhà nước, cơ quan đại diện chủ sở hữu và đại diện phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp có nhiều sự thay đổi.



Phụ lục 3: Kết quả hoạt động 10 doanh nghiệp mục tiêu của SCIC

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG 10 DOANH NGHIỆP MỤC TIÊU CỦA SCIC

STT	Mã CK	Tên	Sàn	Địa chỉ	Tỉnh/Thành	Quận/Huyện
1	VNM	VINAMILK	HOSE	Số 10 Đường Tân Trào, Phường Tân Phú	Thành phố Hồ Chí Minh	Quận 7
2	DHG	Dược Hậu Giang	HOSE	288 Bis Đường Nguyễn Văn Cừ, Phường An Hòa	Thành phố Cần Thơ	Quận Ninh Kiều
3	VGT	VINATEX	UPCOM	41A Lý Thái Tổ	Thành phố Hà Nội	Quận Hoàn Kiếm
4	FPT	FPT Corp	HOSE	Số 17 Phố Duy Tân, Phường Dịch Vọng Hậu,	Thành phố Hà Nội	Quận Cầu Giấy
5	BMI	Bảo hiểm Bảo Minh	HOSE	Số 26 Tôn Thất Đạm, Phường Nguyễn Thái Bình	Thành phố Hồ Chí Minh	Quận 1
6	SGC	Bánh phồng tôm Sa Giang	HNX	Lô CII-3, đường số 5, khu công nghiệp C	Tỉnh Đồng Tháp	Thành phố Sa Đéc
7	NTP	Nhựa Tiên Phong	HNX	Số 2 An Đà, Phường Lạch Tray	Thành phố Hải Phòng	Quận Ngô Quyền
8	TRA	Traphaco	HOSE	Số 75 Phố Yên Ninh	Thành phố Hà Nội	Quận Ba Đình
9	DMC	Dược phẩm DOMESCO	HOSE	Số 66 Quốc lộ 30, Phường Mỹ Phú	Tỉnh Đồng Tháp	Huyện Cao Lãnh
10	SAB	SABECO	HOSE	187 Nguyễn Chí Thanh, Phường 12	Thành phố Hồ Chí Minh	Quận 5



STT	Tên	Tổng quan doanh nghiệp
1	VINAMILK	Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM) có tiền thân là Công ty Sữa – Cà Phê Miền Nam, được thành lập vào năm 1976. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực chế biến sản xuất, kinh doanh xuất nhập khẩu các sản phẩm sữa và các sản phẩm dinh dưỡng khác. VNM chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2003. VNM là công ty sữa lớn nhất Việt Nam với thị phần là hơn 50% trong ngành sữa Việt Nam. Tính đến cuối năm 2019, VNM sở hữu vận hành 12 trang trại chuẩn GLOBAL G.A.P với tổng đàn là 130.000 con, và 13 nhà máy sữa đạt chứng nhận FSSC 22000. Sản phẩm của VNM được xuất khẩu trực tiếp đến 53 nước trên thế giới. VNM được niêm yết và giao dịch trên Sở Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2006.
2	Dược Hậu Giang	Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang (DHG) có tiền thân là Xí nghiệp quốc doanh Dược phẩm 2/9 trực thuộc Sở Y tế khu Tây Nam Bộ, được thành lập vào năm 1974. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh dược phẩm, vật tư, trang thiết bị, dụng cụ y tế, thực phẩm chức năng và dược mỹ phẩm, và cung cấp dịch vụ chăm sóc sức khỏe. DHG chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2004. DHG giữ vị trí dẫn đầu ngành công nghiệp Dược Việt Nam về doanh thu, lợi nhuận và năng lực sản xuất 7,5 tỷ đơn vị sản phẩm/năm, đứng vị trí thứ 2 các doanh nghiệp dẫn đầu về kênh thương mại và là nhà sản xuất Dược nội địa duy nhất có mặt trong Top 10 Công ty Dược hàng đầu hoạt động tại Việt Nam. DHG được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2006.
3	VINATEX	Tập đoàn Dệt May Việt Nam (Vinatex) có tiền thân là Tổng Công ty Dệt May Việt Nam, được thành lập vào ngày 29/04/1995. Tập đoàn hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh và xuất khẩu các sản phẩm ngành dệt may. Công ty mẹ - Tập đoàn Dệt May Việt Nam chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần với vốn điều lệ 5.000 tỷ đồng vào năm 2015. Vinatex giữ vị trí dẫn đầu trong ngành dệt may Việt Nam với công suất thiết kế lên đến 144.216 tấn sợi/năm, 165,4 triệu m ² vải dệt thoi/năm, 14.200 tấn vải dệt kim và 319 triệu đơn vị may mặc mỗi năm. Với lợi thế về quy mô kinh tế, hệ thống phân phối rộng và dây chuyền sản xuất hoàn thiện, Vinatex hiện chiếm 95,5% sản lượng sợi và 42,3% sản lượng xơ cùng với 25,7% sản lượng vải và sản phẩm nhuộm của cả nước. Vinatex được giao dịch trên thị trường UPCOM từ đầu năm 2017.
4	FPT Corp	Công ty Cổ phần FPT (FPT) có tiền thân là Công ty Công nghệ Thực phẩm được thành lập năm 1988. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực phần mềm, công nghệ thông tin, tích hợp hệ thống, viễn thông, và giáo dục đào tạo. FPT chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2002. FPT sở hữu hơn 100 giải pháp phần mềm được cấp bản quyền trong các lĩnh vực chuyên biệt, mạng lưới hạ tầng internet phủ rộng khắp tới 59/63 tỉnh thành của cả nước. FPT tham gia vào lĩnh vực giáo dục đào tạo thông qua Trường Đại học FPT, Trường Đại học Trực tuyến FUNiX - trường đại học trực tuyến đầu tiên của Việt Nam. Bên cạnh đó, Công ty đầu tư vào các công ty liên kết trong lĩnh vực phân phối bán lẻ các sản phẩm công nghệ, chứng khoán và quản lý quỹ đầu tư. FPT được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ tháng 12/2006.
5	Bảo hiểm Bảo Minh	Tổng Công ty Cổ phần Bảo Minh (BMI) có tiền thân là Công ty Bảo hiểm Thành phố Hồ Chí Minh được thành lập thành lập bởi Bộ Tài chính vào năm 1994. Tổng Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ và đầu tư tài chính. BMI chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2004. Các nhóm nghiệp vụ bảo hiểm chính của Bảo Minh gồm: bảo hiểm xe cơ giới, bảo hiểm con người, bảo hiểm tài sản kỹ thuật, bảo hiểm hàng hải và bảo hiểm hàng không. BMI hiện có 62 đơn vị thành viên và hơn 550 phòng giao dịch trải dài cả nước. BMI được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ tháng 04/2008.



STT	Tên	Tổng quan doanh nghiệp
6	Bánh phòng tôm Sa Giang	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Sa Giang (SGC) có tiền thân là Xưởng sản xuất bánh phòng tôm Sa Giang được thành lập năm 1960. Năm 2004, Công ty chuyển đổi mô hình kinh doanh hoạt động là Công ty Cổ phần. Vốn điều lệ hiện tại của Công ty là 71.47 tỷ đồng. Công ty chuyên sản xuất và mua bán các loại bánh phòng bao gồm bánh phòng tôm, bánh phòng cua và các sản phẩm từ gạo. Sở hữu hai nhà máy với công suất sản xuất 8.000 tấn/năm. Với hơn 60 năm uy tín, sản phẩm của Sa Giang đã được xuất khẩu trên 40 quốc gia và vùng lãnh thổ toàn thế giới như Châu Âu, Châu Á, Châu Mỹ và Châu Phi... Cùng với hệ thống phân phối nội địa phủ khắp cả nước. Công ty đã phát triển hệ thống phân phối tại Hà Nội, thành phố Hồ Chí Minh và một số tỉnh khác. Công ty trở thành 1 trong 18 doanh nghiệp Việt Nam đầu tiên được cấp CODE xuất khẩu hàng hóa vào thị trường Châu Âu (EU). Ngày 28/07/2006, SGC chính thức giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX).
7	Nhựa Tiền Phong	Công ty Cổ phần Nhựa Thiếu niên Tiền Phong (NTP), tiền thân là Nhà máy Nhựa Thiếu niên Tiền phong thành lập năm 1960. Năm 2005, Công ty chuyển đổi mô hình kinh doanh thành Công ty Cổ phần. Hoạt động kinh doanh chính của Công ty là sản xuất các sản phẩm ống nhựa như u.PVC, ống HDPE, ống nhựa PPR và các sản phẩm phụ tùng như: PVC, HDPE, PPR phục vụ cho ngành xây dựng, cấp thoát nước với hệ thống nhà máy gồm 5 phân xưởng sản xuất và 1 phân xưởng cơ điện. Với năng lực sản xuất hàng năm khoảng 120.000 tấn, dẫn đầu cả nước về sản lượng. Thị trường được tập trung phần lớn tại Miền Bắc, một phần tiêu thụ tại Miền Trung và khu vực thành phố Hồ Chí Minh. Hiện Công ty cổ phần Nhựa Thiếu niên Tiền Phong chiếm 30% thị trường nội địa và 70% thị trường miền Bắc. Công ty có hệ thống phân phối rộng khắp, bao gồm 4 trung tâm phân phối tại Hải Phòng, Nghệ An, Bình Dương và Lào. Ngoài ra công ty có 300 đại lý và trên 15.000 điểm bán hàng trên toàn thị trường. Ngày 11/12/2006, NTP chính thức giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX).
8	Traphaco	Công ty Cổ phần Traphaco (TRA), tiền thân là Tổ sản xuất thuốc thuộc Ty Y tế Đường sắt được thành lập vào năm 1971. TRA chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 1999. Công ty chuyên sản xuất kinh doanh đông dược, hóa chất và vật tư thiết bị y tế. Là doanh nghiệp sản xuất đông dược lớn nhất Việt Nam, TRA hiện sở hữu 5 vùng được liệt kê tiêu chuẩn GACP- WHO, quản lý vận hành 1 nhà máy chiết xuất dược liệu và 3 nhà máy sản xuất đạt tiêu chuẩn GPs-WHO. TRA có doanh thu đứng top 5 trong số các doanh nghiệp sản xuất thuốc trong nước. Ngày 26/11/2008, TRA chính thức giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).
9	Dược phẩm DOMESCO	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Y tế Domesco tiền thân là Trạm vật tư y tế thành lập năm 1985. Năm 2004 công ty chuyển sang hoạt động theo mô hình cổ phần. Dược phẩm Domesco chuyên sản xuất, kinh doanh xuất nhập khẩu các loại dược phẩm và là nhà sản xuất hàng đầu Việt Nam về thuốc tim mạch và nội tiết. Dược phẩm Domesco là một trong số ít các công ty đạt chuẩn GMP- WHO, GSP, GLP đầu tiên của Việt Nam. Công ty hiện đang vận hành 4 nhà máy sản xuất gồm 3 nhà máy sản xuất thuốc (nhóm kháng sinh chứa beta lactam gồm penicillin, cephalosporin và nhóm non beta lactam) và 1 nhà máy sản xuất thực phẩm và nước giải khát. Cả 4 nhà máy sản xuất thuốc của Công ty đều đạt tiêu chuẩn GMP-WHO, GSP và GLP. Dược phẩm Domesco có 348 sản phẩm dược và 47 sản phẩm thực phẩm đã được cấp phép lưu hành trên cả nước. Các sản phẩm được chia làm 3 nhóm: hóa dược, dược liệu và dinh dưỡng. Sản phẩm của Domesco được tiêu thụ trên khắp cả nước và xuất khẩu sang Nhật, HongKong, Lao, Campuchia, Philippines.
10	SABECO	Tổng công ty cổ phần Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (SABECO) có tiền thân là một xưởng bia nhỏ do người Pháp thành lập vào năm 1875. SABECO hoạt động chính trong ngành sản xuất



STT	Tên	Tổng quan doanh nghiệp
		bia và các loại nước giải khát. SABECO hiện có 26 nhà máy với tổng công suất sản xuất đạt trên 1,8 tỷ lít bia/năm. Trong năm 2019, SABECO đạt tổng doanh thu 37.899 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 5.370 tỷ đồng. SABECO chiếm thị phần lớn nhất trong ngành bia Việt Nam ở mức trên 40%. SABECO đứng ở vị trí thứ 21 trong các tập đoàn sản xuất bia lớn nhất thế giới, nằm trong top 3 các nhà sản xuất bia hàng đầu Đông Nam Á. Sản phẩm bia của SABECO được xuất khẩu tới 33 nước trên thế giới.



STT	Tên	Khối lượng sở hữu nhà nước Ngày công bố: 2020-12-25 Đơn vị: Cổ phiếu	Tỷ lệ sở hữu nhà nước Ngày công bố: 2020-12-2 5 Đơn vị: %	ROE % Chỉ số hàng năm Năm: 2015 Đơn vị: %	ROE % Chỉ số hàng năm Năm: 2016 Đơn vị: %	ROE % Chỉ số hàng năm Năm: 2017 Đơn vị: %	ROE % Chỉ số hàng năm Năm: 2018 Đơn vị: %	ROE % Chỉ số hàng năm Năm: 2019 Đơn vị: %
1	VINAMILK	627.063.835	30,00%	38,29%	43,16%	44,49%	40,79%	37,79%
2	Dược Hậu Giang	56.626.237	43,31%	24,45%	25,44%	22,83%	22,12%	19,49%
3	VINATEX	267.438.100	53,49%	5,62%	4,35%	5,01%	5,54%	6,51%
4	FPT Corp	40.016.779	5,10%	19,87%	18,41%	23,75%	18,71%	19,86%
5	Bảo hiểm Bảo Minh	46.317.348	50,70%	5,62%	8,15%	7,59%	7,43%	8,04%
6	Bánh phồng tôm Sa Giang	3.565.759	49,89%	21,60%	25,29%	25,37%	20,86%	29,42%
7	Nhựa Tiền Phong	36.423.129	30,92%	22,99%	22,38%	25,13%	15,28%	16,97%
8	Traphaco	14.786.512	35,67%	20,62%	21,25%	22,60%	14,04%	13,79%
9	Dược phẩm DOMESCO	12.054.467	34,71%	18,69%	20,11%	22,62%	21,97%	19,53%
10	SABECO	230.876.547	36,00%	25,69%	32,92%	35,27%	27,36%	27,93%



STT	Tên	ROA % Chỉ số hàng năm Năm: 2015 Đơn vị: %	ROA % Chỉ số hàng năm Năm: 2016 Đơn vị: %	ROA % Chỉ số hàng năm Năm: 2017 Đơn vị: %	ROA % Chỉ số hàng năm Năm: 2018 Đơn vị: %	ROA % Chỉ số hàng năm Năm: 2019 Đơn vị: %
1	VINAMILK	29,20%	32,89%	32,15%	28,40%	25,79%
2	Dược Hậu Giang	17,20%	18,76%	15,99%	15,75%	15,21%
3	VINATEX	2,13%	1,68%	1,90%	2,05%	2,49%
4	FPT Corp	7,93%	7,12%	10,69%	9,57%	9,93%
5	Bảo hiểm Bảo Minh	2,41%	3,56%	3,09%	2,97%	3,25%
6	Bánh phồng tôm Sa Giang	16,62%	18,42%	18,17%	14,20%	19,21%
7	Nhựa Tiền Phong	12,56%	11,92%	12,82%	7,26%	8,68%
8	Traphaco	14,90%	15,75%	16,70%	10,08%	9,71%
9	Dược phẩm DOMESCO	14,74%	16,28%	17,38%	16,51%	15,52%
10	SABECO	15,74%	21,29%	22,87%	18,83%	20,49%



STT	Mã CK	Tên	Lợi nhuận thuần tính trên đầu người Chỉ số hàng năm Năm: 2015 Đơn vị: Triệu VND	Lợi nhuận thuần tính trên đầu người Chỉ số hàng năm Năm: 2016 Đơn vị: Triệu VND	Lợi nhuận thuần tính trên đầu người Chỉ số hàng năm Năm: 2017 Đơn vị: Triệu VND	Lợi nhuận thuần tính trên đầu người Chỉ số hàng năm Năm: 2018 Đơn vị: Triệu VND	Lợi nhuận thuần tính trên đầu người Chỉ số hàng năm Năm: 2019 Đơn vị: Triệu VND
1	VNM	VINAMILK	792,57	955,20	1.048,47	1.041,07	1.076,64
2	DHG	Dược Hậu Giang	198,55	230,70	215,21	218,12	211,48
3	VGT	VINATEX	16,10	17,06	20,17	20,69	21,09
4	FPT	FPT Corp	84,71	89,49	122,58	112,37	135,91
5	BMI	Bảo hiểm Bảo Minh	77,01	108,71	97,25	96,72	108,07
6	SGC	Bánh phồng tôm Sa Giang	44,22	56,23	58,61	45,14	64,13
7	NTP	Nhựa Tiền Phong	285,39	309,88	383,89	258,39	318,80
8	TRA	Traphaco	279,76	313,50	357,72	240,07	234,33
9	DMC	Dược phẩm DOMESCO	109,14	130,02	160,11	176,39	179,36
10	SAB	SABECO	449,06	563,47	617,26	549,18	669,85



STT	Mã CK	Tên	Doanh thu tính trên đầu người Chỉ số hàng năm Năm: 2015 Đơn vị: Triệu VND	Doanh thu tính trên đầu người Chỉ số hàng năm Năm: 2016 Đơn vị: Triệu VND	Doanh thu tính trên đầu người Chỉ số hàng năm Năm: 2017 Đơn vị: Triệu VND	Doanh thu tính trên đầu người Chỉ số hàng năm Năm: 2018 Đơn vị: Triệu VND	Doanh thu tính trên đầu người Chỉ số hàng năm Năm: 2019 Đơn vị: Triệu VND
1	VNM	VINAMILK	4.088,58	4.773,47	5.206,68	5.361,82	5.744,99
2	DHG	Dược Hậu Giang	1.208,63	1.267,35	1.361,06	1.300,55	1.305,45
3	VGT	VINATEX	447,07	455,25	513,69	562,42	559,02
4	FPT	FPT Corp	1.318,92	1.373,53	1.482,18	806,56	963,03
5	BMI	Bảo hiểm Bảo Minh	1.461,24	1.626,54	1.893,07	1.897,91	2.043,98
6	SGC	Bánh phồng tôm Sa Giang	461,48	520,12	567,32	566,78	626,53
7	NTP	Nhựa Tiền Phong	2.771,74	3.393,74	3.452,95	3.522,72	3.709,95
8	TRA	Traphaco	2.711,54	2.744,96	2.569,29	2.470,26	2.349,50
9	DMC	Dược phẩm DOMESCO	951,45	994,06	1.032,88	1.067,92	1.132,14
10	SAB	SABECO	3.385,84	3.800,26	4.265,11	4.484,04	4.727,34



STT	Tên	Tỷ suất cổ tức (Thực trả) Chỉ số hàng năm Năm: 2019 Đơn vị: %	Hệ số thanh toán cổ tức Chỉ số hàng năm Năm: 2019 Đơn vị: Lần	Tăng trưởng Doanh thu thuần 4 năm - CAGR (Y) Chỉ số hàng năm Năm: 2019 Đơn vị: %
1	VINAMILK	4,13%	1,22	8,88%
2	Dược Hậu Giang	3,82%	1,18	1,95%
3	VINATEX	5,12%	2,04	5,75%
4	FPT Corp	3,47%	2,11	-7,56%
5	Bảo hiểm Bảo Minh	5,05%	1,11	0,00%
6	Bánh phồng tôm Sa Giang	2,37%	1,75	7,94%
7	Nhựa Tiền Phong	5,56%	1,94	7,56%
8	Traphaco	4,29%	1,12	-3,52%
9	Dược phẩm DOMESCO	4,33%	2,41	4,44%
10	SABECO	1,77%	2,15	8,70%

STT	Tên	Tăng trưởng LN gộp 4 năm - CAGR (Y) Chỉ số hàng năm Năm: 2019 Đơn vị: %	Tăng trưởng LNTT 4 năm - CAGR (Y) Chỉ số hàng năm Năm: 2019 Đơn vị: %	Tăng trưởng LN ròng 4 năm - CAGR (Y) Chỉ số hàng năm Năm: 2019 Đơn vị: %	Tăng trưởng Tổng Tài sản 4 năm - CAGR (Y) Chỉ số hàng năm Năm: 2019 Đơn vị: %
1	VINAMILK	13,06%	8,11%	8,01%	12,94%
2	Dược Hậu Giang	4,92%	0,42%	1,93%	5,38%
3	VINATEX	-5,30%	4,34%	7,41%	1,34%
4	FPT Corp	9,34%	13,10%	12,88%	6,41%
5	Bảo hiểm Bảo Minh	0,00%	9,38%	9,47%	2,63%
6	Bánh phồng tôm Sa Giang	10,50%	11,40%	9,74%	5,43%
7	Nhựa Tiền Phong	3,18%	3,42%	2,81%	8,78%
8	Traphaco	0,85%	-4,16%	-4,04%	4,93%
9	Dược phẩm DOMESCO	4,72%	12,25%	13,22%	11,61%
10	SABECO	6,03%	10,59%	10,33%	5,73%