

PHẢN ỨNG CỦA THỊ TRƯỜNG KHI QUỸ ĐẦU TƯ QUỐC GIA CÔNG BỐ THÔNG TIN ĐẦU TƯ

Đinh Bảo Ngọc

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

Email: ngocdb@due.edu.vn

Nguyễn Chí Cường

Email: nguyenchicuong36k15.2@gmail.com

Ngày nhận: 17/3/2017

Ngày nhận bản sửa: 29/6/2016

Ngày duyệt đăng: 25/11/2017

Tóm tắt:

Nghiên cứu phân tích phản ứng của thị trường trước thông tin đầu tư của các Quỹ đầu tư quốc gia (Sovereign Wealth Fund - SWF) được công bố thông qua việc khảo sát xu hướng biến động giá cổ phiếu của những doanh nghiệp mà SWF đã đầu tư. Nghiên cứu chủ yếu sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện (Event Study Methodology) để ước tính tỷ suất lợi tức bất thường của cổ phiếu xoay quanh thời gian công bố thông tin đầu tư của SWFs. Dữ liệu nghiên cứu bao gồm 65 sự kiện đầu tư (bao gồm các sự kiện đầu tư tại Việt Nam) của 11 SWF lớn trên thế giới (Trung Quốc, Singapore, Pháp, Ả-rập...) trong giai đoạn 2003-2015. Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường phản ứng một cách tích cực khi nhận được thông tin đầu tư của các SWF vào các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng chỉ ra được mức độ phát triển của thị trường tài chính cũng có ảnh hưởng đến phản ứng của thị trường đối với thông tin đầu tư của SWF. Nghiên cứu giúp hiểu rõ về tác động của SWF đến giá trị của doanh nghiệp mà các SWF này đã đầu tư, từ đó giúp nâng cao hiệu quả hoạt động của các SWF cũng như của các doanh nghiệp nhận vốn đầu tư từ SWF.

Từ khóa: Quỹ đầu tư quốc gia; phản ứng của thị trường; thông tin đầu tư; tỷ suất lợi tức; nghiên cứu sự kiện.

The Stock Market Reaction to Investment Announcement of Sovereign Wealth Fund

Abstract:

This research aims to analyse the stock market reaction to investment announcement of Sovereign Wealth Fund (SWF) by examining the stock price movements of the companies that SWFs have invested. In order to quantify the valuation effects of SWF investments, we collect data on equity investments for each SWF and use the event study methodology to estimate abnormal returns to the shares around the times that news of the transactions of SWFs becomes publicly available. The sample consists of 65 investments by 11 important SWFs from around the world (China, Singapore, France, Abu Dhabi & others) during the period from 2003 to 2015. We find that the announcement effect of SWF investments in listed firms is positive and the level of development of financial market influences the stock market reaction to investment announcement of SWF. Our findings reinforce current understanding of SWF impact on the value of the listed firms which SWFs have invested. In addition, these results improve the performance of SWFs and of the firms which attract SWF investments.

Keywords: Sovereign Wealth Fund; stock market reaction; investment announcement; return; event study.

1. Giới thiệu

Trong những năm gần đây, các Quỹ đầu tư quốc gia (SWF) trên thế giới được hình thành và phát triển nhanh chóng cả về số lượng, quy mô và mức độ chuyên sâu trong các hoạt động đầu tư tại ngay chính các quốc gia sở tại cũng như các quốc gia khác trên thế giới. Hiện nay, một số doanh nghiệp tại Việt Nam cũng đã nhận được nguồn vốn đầu tư từ Quỹ đầu tư quốc gia, tuy nhiên nguồn vốn này vẫn còn rất hạn chế trong khi tiềm lực và khả năng đầu tư của các SWF trên thế giới là khá lớn.

Quỹ đầu tư quốc gia (Sovereign Wealth Fund - 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. Nhiều nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm cho rằng, các SWF đem lại khá nhiều lợi ích cho doanh nghiệp, đóng góp vào sự phát triển và ổn định nền kinh tế. Tuy nhiên, một vài nhà nghiên cứu lại lo ngại rằng việc đầu tư của SWF có thể có những tác động ngược lại. Họ cho rằng thị trường có thể phản ứng tiêu cực với thông tin đầu tư vốn của SWF vào các doanh nghiệp. Giả thiết được đưa ra là các SWF có thể áp đặt những mục tiêu và chiến lược đầu tư trái ngược với mục tiêu của doanh nghiệp là tối đa hóa tỷ suất lợi tức, hơn nữa các SWF có thể mang lại chi phí đại lý (agency costs) cao và dẫn đến một sự sụt giảm giá trị của doanh nghiệp.

Hiện nay, vấn đề về SWF đang được rất nhiều quốc gia quan tâm, song những nghiên cứu về SWF ở Việt Nam cũng như trên thế giới hiện vẫn còn rất ít và mới mẻ. Do đó, việc nghiên cứu phản ứng của thị trường trước thông tin đầu tư của SWF cũng như nhận thức được tác động thực của các Quỹ đầu tư quốc gia, đặc biệt là tác động đến giá trị doanh nghiệp là hoàn toàn cần thiết. Nghiên cứu thực nghiệm này sẽ góp phần làm sáng tỏ những quan điểm trái ngược nhau về vai trò của SWF thông qua việc đánh giá tác động của SWF lên giá cổ phiếu của doanh nghiệp mà những quỹ này đã đầu tư vốn. Qua đó, nghiên cứu sẽ giúp cho các doanh nghiệp Việt Nam cũng như Chính phủ nhận biết được vai trò của SWF đối với doanh nghiệp như thế nào, từ đó sẽ có chiến lược thích hợp trong việc thu hút và khai thác vốn đầu tư nước ngoài từ những Quỹ này.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

2.1. Cơ sở lý thuyết

Tồn tại từ nhiều thập kỉ qua (như trường hợp

của Quỹ đầu tư Kuwait Investment Authority được thành lập từ năm 1953); tuy nhiên, chỉ đến khoảng 15-20 năm trở lại đây khi quy mô toàn cầu về tổng tài sản nắm giữ tăng mạnh, các SWF mới nhận được nhiều sự quan tâm từ các quốc gia và những chuyên gia tài chính do những lợi ích tài chính to lớn đối với kinh tế vĩ mô. Thực tế, nhiều quỹ đầu tư quốc gia lớn, như Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), Singapore's Government Investment Corporation (GIC) và Temasek Holdings, đã thực hiện thành công nhiều khoản mục đầu tư trên toàn thế giới trong nhiều năm. Các SWF thực sự trở thành những công cụ mới hoạt động rất hiệu quả của các chính phủ. Hơn nữa, các SWF đã góp phần vào việc bình ổn thị trường tài chính trong nước cũng như thị trường toàn cầu nói chung trong suốt cuộc khủng hoảng tài chính 2008. Thật vậy, một số SWF đã nhanh chóng giúp phục hồi những thiệt hại tài chính trong những năm sau khủng hoảng bằng việc đóng vai trò nhà đầu tư dài hạn để ổn định thị trường và lèo lái thị trường ra khỏi khủng hoảng (IMF, 2011; Papaioannou & cộng sự, 2013).

Đối với các doanh nghiệp nhận vốn đầu tư, SWF đóng vai trò cũng rất quan trọng. Theo lý thuyết tín hiệu, những thông tin từ các khoản đầu tư lớn nếu được công bố sẽ ảnh hưởng đáng kể đến doanh nghiệp. Shleifer & Vishny (1986) đề cập đến mối quan hệ giữa quy mô của nhà đầu tư (ở đây là các SWF) và quá trình điều hành doanh nghiệp mục tiêu. Nghiên cứu khẳng định trong khi các nhà đầu tư nhỏ lẻ thường thiếu quan tâm đến công tác giám sát, đôn đốc quá trình quản trị doanh nghiệp mà họ góp vốn, sự hiện diện của những cổ đông lớn như các quỹ đầu tư quốc gia làm tăng khả năng giám sát và đưa ra các giải pháp cho hoạt động doanh nghiệp, từ đó giúp gia tăng giá trị thông qua việc tạo điều kiện tìm kiếm lợi nhuận trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp.

Đầu tư của các SWF không chỉ mang lại lợi ích cho nền kinh tế mà có thể mang đến những bất lợi. Nhiều lý do có thể cho phép nghĩ rằng SWF có thể gây ra tình trạng mất ổn định của thị trường tài chính. Đầu tiên, các SWF có thể gây ra rủi ro làm mất ổn định giá của những tài sản như vàng, nguyên vật liệu, bất động sản. Thật vậy, sự đầu tư quá lớn từ các SWF vào các tài sản này có thể dẫn đến tình trạng đầu cơ. Rủi ro khác có thể phát sinh do sự gia tăng đầu tư của SWF vào các quỹ đầu cơ nhằm tìm kiếm lợi nhuận không tương quan với xu hướng của thị trường chứng khoán. Ngoài ra, rủi ro liên quan

đến dao động giá của một vài tài sản có thể gia tăng do các SWF thiếu tính minh bạch. Từ đó, có thể dẫn đến tình trạng bất cân xứng thông tin và sẽ gây ra sự mất ổn định của thị trường.

Lý thuyết chi phí đại diện của Jensen & Meckling (1976) cũng có thể được sử dụng để giải thích cho tác động tiêu cực của các SWF. Thật vậy, lý thuyết này dự đoán các cổ đông lớn có thể tạo ra các chi phí đại diện cho doanh nghiệp. Bergstorm & Rydqvist (1990) hay Barclay & Holderness (1989) đều cung cấp những bằng chứng thực nghiệm liên quan đến vấn đề áp đặt chi phí đại diện của các cổ đông lớn lên doanh nghiệp. Vì mục tiêu của các SWF có thể không phải đơn thuần là giảm thiểu rủi ro và đạt lợi nhuận tối đa, SWF có thể buộc các doanh nghiệp hoạt động theo mục tiêu riêng của mình, kết hợp với thực trạng về thiếu tính minh bạch trong thông tin công bố, SWF sẽ tạo ra chi phí đại diện lớn và từ đó gây giảm sút giá trị doanh nghiệp.

2.2. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới cho thấy việc đầu tư của SWF vào các doanh nghiệp sẽ mang lại một tác động tích cực lên giá trị của doanh nghiệp này. Nghiên cứu của Chhaochharia & Laeven (2008), Dewenter & cộng sự (2009) chỉ ra mối quan hệ tỷ lệ thuận và có ý nghĩa thống kê giữa tỷ suất lợi tức của một doanh nghiệp và việc nắm giữ cổ phiếu doanh nghiệp này của SWF. Khi những SWF đầu tư vào doanh nghiệp, hiệu quả hoạt động của những doanh nghiệp này được cải thiện và giá trị của doanh nghiệp gia tăng. Fotak, Bortolotti & Megginson (2008) cũng đã tìm thấy tác động của sự đầu tư của SWF vào các doanh nghiệp là tích cực và có ý nghĩa thống kê. Những nghiên cứu này cũng đã đưa ra bằng chứng các SWF nắm giữ cổ phần của doanh nghiệp càng nhiều, mức độ minh bạch của các quỹ này càng cao thì tác động tích cực từ việc đầu tư của SWF lên giá trị của doanh nghiệp càng mạnh mẽ.

Kotter & Lel (2008) nghiên cứu 163 thông báo đầu tư từ các SWF trên thế giới trong giai đoạn 1980-2008. Kết quả ghi nhận những phản ứng tích cực của thị trường đối với các khoản đầu tư của các SWF bắt nguồn từ xu hướng những khoản đầu tư này thường nhắm đến các công ty đang gặp nhiều khó khăn tài chính trên thị trường. Nghiên cứu cũng cho thấy mức độ công bố thông tin của các quỹ liên quan mạnh mẽ đến phản ứng của thị trường. Tuy nhiên, không như nghiên cứu của Chhaochharia & Laeven

(2008) hay Fotak & Megginson (2008), nghiên cứu này nhận thấy việc đầu tư của SWF không tác động lâu dài đến khả năng sinh lời, tăng trưởng và quá trình quản trị của doanh nghiệp trong giai đoạn 3 năm tiếp sau sự kiện góp vốn.

Dewenter, Han & Maletesta (2009) kết luận về những phản ứng tích cực của thị trường với các công bố về việc mua lại cổ phiếu cũng như những phản ứng tiêu cực đối với các sự kiện rút vốn từ SWF. Họ cũng cho rằng trong dài hạn, các giả thuyết về lợi nhuận bất thường được tạo ra đi kèm theo các sự kiện mua bán chứng khoán của các quỹ là không thể phủ nhận. Tuy vậy, kết luận này trái nghịch với nhận định của Nuno (2009) và Sojli & Tham (2010). Nuno (2009) cung cấp những bằng chứng chỉ ra những công ty có tỷ lệ góp vốn của SWF lớn thường có giá trị thị trường cao hơn và kết quả hoạt động kinh doanh tốt hơn. Rõ ràng, SWF trong vai trò là những nhà đầu tư dài hạn, đã góp phần vào việc nâng cao giá trị cổ phiếu mà các cổ đông đang nắm giữ. Nghiên cứu cũng dẫn chứng tác dụng bình ổn thị trường tài chính mà hoạt động của các SWF đem lại. Sojli & Tham (2010) cũng tìm thấy những kết quả về sự đón nhận tích cực của thị trường đối với các khoản đầu tư của SWF trong ngắn hạn và sự gia tăng ổn định của chỉ số Tobin q của doanh nghiệp trong dài hạn. Cụ thể, kết quả phân tích cho thấy mục tiêu đầu tư ưu tiên của các SWF thường là những doanh nghiệp đang tăng trưởng và SWF thực hiện một danh mục đầu tư đa dạng.

In, Park & Lee (2013) nghiên cứu mối liên hệ giữa các hành vi đầu tư của các SWF và tính ổn định của thị trường chứng khoán. Kết quả phân tích tỷ suất lợi tức tích lũy bất thường cho thấy những sự kiện đầu tư xuyên quốc gia từ SWF làm bất ổn thị trường chứng khoán và làm giảm giá trị doanh nghiệp. Giải thích cho vấn đề này có thể xuất phát từ thực trạng bất cân xứng thông tin giữa những nhà đầu tư địa phương và quốc tế hoặc từ phản ứng của thị trường đối với các cam kết của SWF. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng chỉ ra, trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009, các khoản đầu tư này lại mang đến tác động ổn định thị trường tài chính. Như vậy, sự ổn định hay bất ổn định của thị trường chứng khoán tùy thuộc vào mục đích đầu tư mà SWF nhắm đến. Những khoản đầu tư của SWF vào thị trường tài chính quốc tế trong giai đoạn khủng hoảng nêu trên đã phần nào chứng minh nhận định này.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

Bảng 1: Quỹ đầu tư quốc gia và số lượng công ty trong mẫu nghiên cứu

Các quỹ đầu tư quốc gia (SWF)	Số quan sát
Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	15
Temasek Holdings - Singapore	14
China Investment Corporation (CIC)	9
Strategic Investment Fund – France	9
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	5
SAFE Investment Company – China	4
Kuwait Investment Authority (KIA)	3
Qatar Investment Authority (QIA)	2
Investment Corporation of Dubai (ICD)	2
Dubai World Holdings Ltd –UAE	1
Mubadala Development Company - UAE Abu Dhabi	1
Tổng cộng	65

Nguồn: Dữ liệu mẫu nghiên cứu

Nghiên cứu đo lường phản ứng của thị trường thông qua xu hướng biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp xoay quanh ngày công bố thông tin. Phản ứng tích cực của thị trường đồng nghĩa với việc giá tăng giá cổ phiếu và ngược lại, phản ứng tiêu cực xảy ra khi giá cổ phiếu sụt giảm so với giá cổ phiếu trong điều kiện giả định không có sự kiện đầu tư của SWF xảy ra. Giá trị doanh nghiệp trong nghiên cứu này được tiếp cận dưới góc độ giá trị thị trường thông qua tỷ suất lợi tức của cổ phiếu được xác định trực tiếp từ giá thị trường của cổ phiếu niêm yết trên các thị trường chứng khoán.

Để khảo sát sự biến động giá cổ phiếu của những doanh nghiệp mà SWF đã đầu tư xoay quanh thời gian mà thông tin đầu tư của SWF được công bố, nghiên cứu chủ yếu sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện (Event Study Methodology). Khoảng thời gian sự kiện $[t - 40, t + 20]$ đã được xác định và các cửa sổ sự kiện $[t - 10, t + 5]$, $[t - 3, t + 3]$, $[t - 1, t + 1]$, $[t + 2, t + 10]$... trong suốt giai đoạn $[t - 40, t + 20]$ (40 ngày trước và 20 ngày sau sự kiện đầu tư) cũng đã được khảo sát ($t = 0$ là thời điểm thông tin đầu tư được công bố). Tương ứng với mỗi sự kiện, mô hình thị trường được tính toán dựa trên dữ liệu của giai đoạn - 400 ngày đến -50 ngày giao dịch trước thời điểm xảy ra sự kiện để tránh tác động có thể có của sự kiện. Nghiên cứu kiểm định tỷ suất lợi tức bất thường trung bình khác 0 có ý nghĩa thống kê hay không với các giả thuyết được kiểm định:

Giả thuyết : “Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình bằng 0”.

$$H_0 : E(AAR_t) = 0$$

Dữ liệu của nghiên cứu này bao gồm các công ty

nhận vốn đầu tư từ các SWF lớn trên thế giới. Chúng tôi sử dụng cơ sở dữ liệu Factiva và Lexis Nexis để thu thập thông tin về sự kiện đầu tư (chính xác ngày thông tin đầu tư của SWF được công bố), cơ sở dữ liệu Datastream để tính tỷ suất lợi tức của thị trường và tỷ suất lợi tức của công ty trong mẫu nghiên cứu. Bảng 1 trình bày cụ thể mẫu nghiên cứu được sử dụng bao gồm 65 sự kiện đầu tư của các công ty niêm yết trên các thị trường chứng khoán các nước. Các sự kiện đầu tư này được 11 SWF của 6 quốc gia thực hiện trong giai đoạn 2003-2015.

4. Kết quả nghiên cứu

Trong số 65 doanh nghiệp thuộc mẫu nghiên cứu được 11 SWF lớn trên thế giới mua cổ phiếu, có 5 doanh nghiệp của Việt Nam¹. Kết quả nghiên cứu được chia thành 2 trường hợp:

- Trường hợp 1: Mẫu chỉ bao gồm 60 doanh nghiệp trên thế giới được SWF đầu tư

- Trường hợp 2: Mẫu bao gồm tất cả 65 doanh nghiệp (kể cả các doanh nghiệp Việt Nam) được SWF đầu tư

Việc phân tích kết quả trong hai trường hợp như vậy, bên cạnh đánh giá được tác động của các Quỹ đầu tư quốc gia đến giá trị doanh nghiệp, còn có thể tìm hiểu được vấn đề: liệu có sự khác biệt về tác động của các SWF đến giá trị doanh nghiệp trong trường hợp có các sự kiện đầu tư tại Việt Nam và trường hợp chỉ bao gồm các sự kiện đầu tư trên thế giới hay không. Điều này cũng có nghĩa rằng nghiên cứu có thể chỉ ra được ảnh hưởng của các sự kiện đầu tư đến phản ứng của thị trường trong các điều kiện khác nhau (thị trường tại các nước phát triển và thị trường mới nổi như Việt Nam) vốn chưa được đề cập

Bảng 2: Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình (AAR)

Ngày	Mẫu dữ liệu 60 quan sát (1)		Mẫu dữ liệu 65 quan sát (2)	
	AAR (%)	t-test -AAR	AAR (%)	t-test -AAR
-10	-0.29616	-0.96	-0.33245	-1.13
-9	0.10678	0.34	0.17040	0.58
-8	-0.13847	-0.47	-0.03841	-0.14
-7	0.74032	1.72*	0.63404	1.58
-6	0.23375	0.68	0.28181	0.87
-5	0.07940	0.25	0.00805	0.03
-4	0.19096	0.57	0.26825	0.86
-3	-0.61818	-2.61	-0.58539	-2.53
-2	0.26896	1.27	0.36557	1.74*
-1	0.59304	1.96*	0.56569	2.01**
0	0.67257	1.73*	0.57855	1.60
1	-0.03616	-0.09	0.00987	0.03
2	0.18735	0.49	0.14586	0.41
3	-0.21956	-0.61	-0.21074	-0.62
4	0.63060	1.70*	0.57439	1.68*
5	0.50138	1.51	0.37990	1.22
6	0.11925	0.45	0.14860	0.60
7	-0.14534	-0.54	-0.08087	-0.32
8	-0.06967	-0.22	0.00680	0.02
9	0.19337	0.66	0.08786	0.31
10	0.25838	0.67	0.15663	0.43

Chú thích: **, *: tương ứng với các mức ý nghĩa 5% và 10%

trong các nghiên cứu trước đây.

Bảng 2 trình bày kết quả về tỷ suất lợi tức bất thường trung bình (AAR) của cổ phiếu của doanh nghiệp nhận vốn đầu tư từ SWF xoay quanh sự kiện đầu tư (10 ngày trước và 10 ngày sau khi thông tin đầu tư được công bố).

Kết quả cho thấy, trong trường hợp 1 (chỉ bao gồm các sự kiện đầu tư trên thế giới), vào thời điểm $t = -1$ và $t = 0$ (1 ngày trước khi thông tin đầu tư được công bố và ngày thông tin đầu tư được công bố), giá trị của tỷ suất lợi tức bất thường trung bình (AAR) của các doanh nghiệp đạt dương ($AAR_{t=-1} = 0.59\%$ và $AAR_{t=0} = 0.67\%$) và giả thuyết H_0 bị bác bỏ với ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Điều này có nghĩa rằng, vào trước một ngày và đúng vào ngày công bố thông tin, đối với những doanh nghiệp nhận vốn đầu tư từ SWF, tỷ suất lợi tức bất thường trung bình có giá trị dương khá cao. Kết quả này chỉ ra rằng giá cổ phiếu tăng đáng kể vào trước ngày và vào ngày thông tin đầu tư của các SWF vào các doanh nghiệp

được công bố. Như vậy, điều này cho thấy rằng việc mua cổ phiếu của các SWF chuyển tải những thông tin tích cực về doanh nghiệp (mà các SWF đầu tư) đến những người đầu tư trên thị trường.

Kết quả của trường hợp 2 (bao gồm cả các sự kiện đầu tư trên thế giới và các sự kiện đầu tư tại Việt Nam) cho thấy vào thời điểm $t = -2$ và $t = -1$ (2 ngày và 1 ngày trước khi thông tin đầu tư được công bố), giá trị của tỷ suất lợi tức bất thường trung bình (AAR) của các doanh nghiệp đạt dương ($AAR_{t=-2} = 0.37\%$ và $AAR_{t=-1} = 0.57\%$) và giả thuyết H_0 bị bác bỏ với ý nghĩa thống kê ở mức 10% và 5%. Kết quả trong trường hợp này cũng tương đồng với kết quả của trường hợp 1: giá cổ phiếu tăng đáng kể vào trước ngày sự kiện thông tin đầu tư được công bố (tỷ suất lợi tức AAR đạt dương).

Trong cả hai trường hợp, sau một vài ngày công bố thông tin đầu tư ($t=1, t=2$ và $t=3$), AAR nhận các giá trị dương, âm khác nhau. Tuy nhiên, các giá trị này không có ý nghĩa thống kê nên chưa ghi nhận

Bảng 3: Đầu tư của các SWF vào các ngân hàng (3/2007 đến 4/2008)

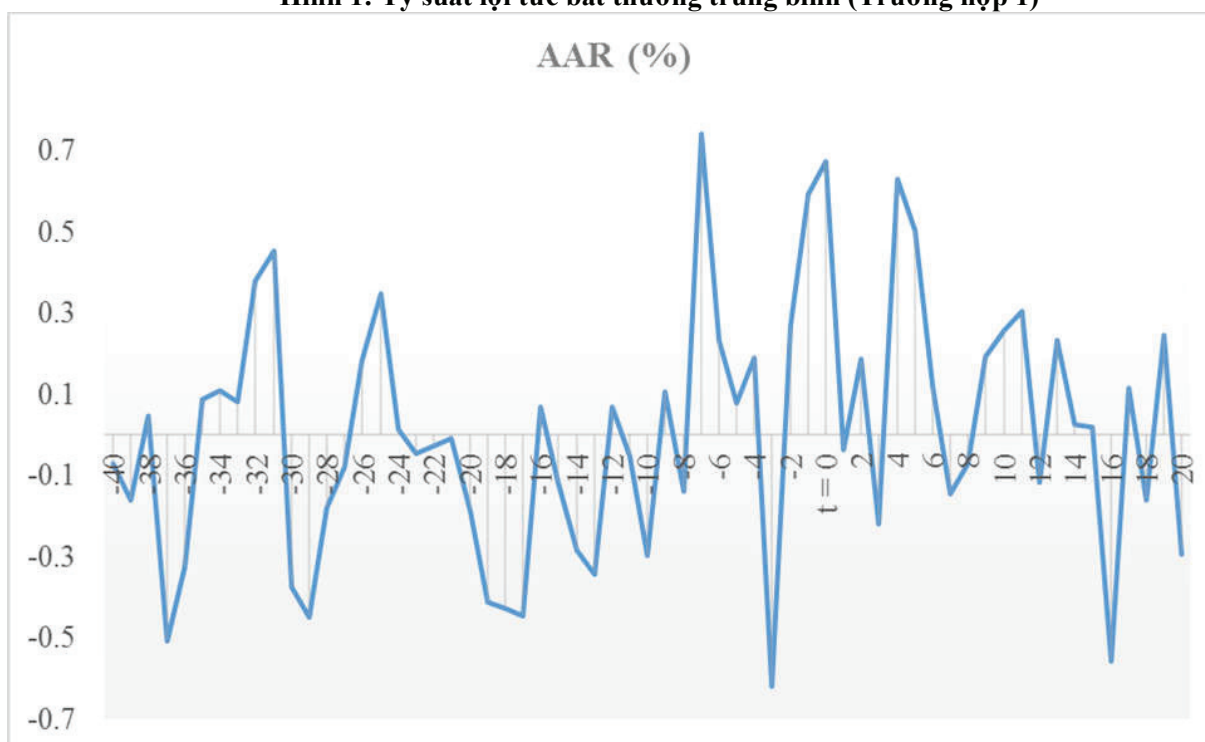
SWF	Ngân hàng	% sở hữu	Giá trị đầu tư (triệu \$)
GIC	UBS	9,8	9750
	Citigroup	3,7	6880
Temasek Holdings	Merrill Lynch	9,4	4400
	Barclays Bank	1,8	2005
CIC	Morgan Stanley	9,9	5000
ADIA	Citigroup	4,9	7500
KIA	Citigroup	1,6	3000
	Merrill Lynch	3,0	2000
QIA	Credit Suisse	1,0	603
	Barclays Bank	NA	NA

Nguồn: SWF Institute (4/2008)

được ngay sự tác động từ các sự kiện đầu tư của SWF lên giá trị doanh nghiệp ngay sau khi thông tin được công bố.

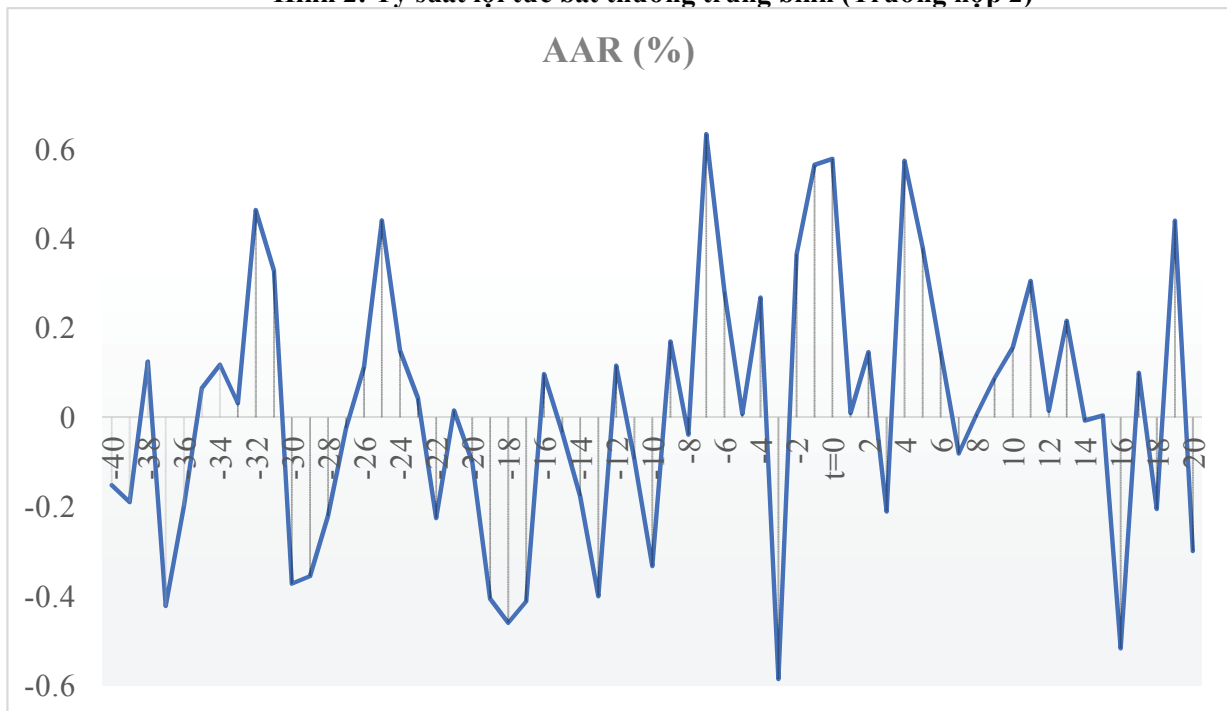
Như vậy, kết quả nghiên cứu từ hai trường hợp chỉ ra tác động của các sự kiện đầu tư của SWF lên giá trị doanh nghiệp trước và ngay khi thông tin về việc mua cổ phiếu doanh nghiệp của các SWF này được công bố đến công chúng. Cụ thể, tồn tại mối quan hệ dương (tác động tích cực) giữa tỷ suất lợi tức của cổ phiếu và việc đầu tư của SWF vào các doanh nghiệp này. Tác động này có thể được giải thích do tín hiệu được phát ra từ khả năng tác động tích cực của các SWF đến việc quản trị doanh nghiệp

một khi các Quỹ đầu tư quốc gia thực hiện đầu tư. Thật vậy, theo lý thuyết tín hiệu, những thông tin từ các nhà đầu tư lớn nếu được công bố sẽ ảnh hưởng đáng kể đến doanh nghiệp. Với chiến lược đầu tư dài hạn, các SWF thông thường nắm giữ các loại cổ phiếu của các doanh nghiệp đang có nhiều cơ hội phát triển hoặc có tính chiến lược trong nền kinh tế. Vì vậy, thị trường sẽ phản ứng tích cực đối với những cổ phiếu được lựa chọn trong danh mục đầu tư của SWF. Hơn nữa, các SWF thường nắm giữ cổ phần lớn trong các doanh nghiệp này và do đó việc can thiệp của các SWF vào hội đồng quản trị cũng như chiến lược phát triển của các doanh nghiệp mục

Hình 1: Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình (Trường hợp 1)

Nguồn: Kết quả từ mẫu nghiên cứu

Hình 2: Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình (Trường hợp 2)



Nguồn: Kết quả từ mẫu nghiên cứu

tiêu là hoàn toàn có thể. Gross & Hart (1980) hay Shleifer & Vishny (1986) cũng cho rằng sự hiện diện của những cổ đông lớn như các Quỹ đầu tư quốc gia sẽ tăng khả năng giám sát và đưa ra các giải pháp hữu hiệu cho hoạt động doanh nghiệp. Thị trường có thể kỳ vọng với năng lực quản trị chuyên nghiệp và kinh nghiệm, các Quỹ này sẽ tác động đến doanh nghiệp theo hướng tích cực, giúp gia tăng danh tiếng và nâng cao hiệu quả kinh doanh. Ngoài ra, một cách lý giải khác cho sự tác động tích cực từ việc đầu tư của các SWF lên giá trị doanh nghiệp là do các hoạt động đầu tư từ các quỹ nói chung và các SWF nói riêng vào các doanh nghiệp đang gặp khó khăn tài chính, giá trị doanh nghiệp đang sụt giảm. Sự đầu tư của các SWF vào các doanh nghiệp đang trong tình trạng như vậy là cứu cánh kịp thời, hỗ trợ nguồn vốn và giúp cho doanh nghiệp có thể vượt qua giai đoạn khó khăn, khủng hoảng. Trong 65 sự kiện đầu tư của các SWF trong mẫu nghiên cứu, có đến 10 sự kiện (15,38%) các SWF đầu tư vào các định chế tài chính đang rơi vào tình trạng rủi ro thanh khoản trong giai đoạn khủng hoảng tài chính 2007-2008.

Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình của các doanh nghiệp nhận vốn đầu tư của các SWF trong hai trường hợp được biểu diễn trên hình 1.

Trong cả hai trường hợp, thị trường đều có phản ứng với thông tin sớm hơn so với ngày thông tin về

sự kiện đầu tư của các SWF được chính thức công bố ra thị trường (tỷ suất lợi tức bất thường dương và có ý nghĩa thống kê vào trước ngày sự kiện). Điều này ngược với giả thuyết thị trường hiệu quả được giả định trong phương pháp nghiên cứu sự kiện. Hiện tượng này có thể được giải thích là do sự rò rỉ thông tin trước ngày sự kiện đầu tư được công bố hoặc có thể ngày sự kiện mà chúng tôi sử dụng để khảo sát không hoàn toàn chính xác và trên thực tế, thông tin được công bố ra công chúng trước một hoặc hai ngày trước ngày mà chúng tôi xác định là ngày sự kiện cho nghiên cứu.

Bên cạnh những điểm tương đồng, kết quả nghiên cứu trong hai trường hợp cũng có sự khác biệt. Đối với trường hợp mẫu nghiên cứu chỉ bao gồm các sự kiện đầu tư của các SWF vào các doanh nghiệp trên thế giới, AAR đạt giá trị dương với mức ý nghĩa thống kê 10% tại thời điểm $t = -1$ và $t = 0$. Trong khi đó, đối với trường hợp mẫu nghiên cứu bao gồm các sự kiện đầu tư của các SWF kể cả vào Việt Nam, AAR đạt giá trị dương với mức ý nghĩa thống kê 10% và 5% tại thời điểm $t = -2$ và $t = -1$ (sớm hơn 1 ngày so với kết quả của trường hợp 1). Sự khác biệt trong kết quả nghiên cứu của hai trường hợp là do ảnh hưởng của các sự kiện đầu tư tại Việt Nam đến kết quả của toàn mẫu nghiên cứu. Như vậy, khi thông tin về các sự kiện đầu tư của SWF vào doanh nghiệp ở Việt Nam được công bố, giá cổ phiếu sẽ

Bảng 4: Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình tích lũy (CAAR)

Cửa sổ sự kiện	Mẫu dữ liệu 60 quan sát		Mẫu dữ liệu 65 quan sát	
	CAAR (%)	t-test - CAAR	CAAR (%)	t-test - CAAR
(-40,-20)	-0,71331	-0,64	-0,36212	-0,34
(-20,-10)	-2,42401	-2,38**	-2,20091	-2,26**
(-10,-5)	0,72561	0,92	0,72343	0,98
(-5,2)	1,33795	1,24	1,35644	1,34
(-3,3)	0,84802	0,90	0,86940	0,97
(-2,2)	1,68576	1,98*	1,66554	2,08**
(-1,1)	1,22945	1,84*	1,15410	1,86*
(2,10)	1,45575	1,26	1,20840	1,12
(-20,10)	1,12471	0,53	1,26592	0,63
(10,20)	0,07251	0,05	0,20941	0,16
(-40,20)	0,41185	0,13	1,05613	0,34

Chú thích: **, *: tương ứng với các mức ý nghĩa 5% và 10%

tăng lên sớm hơn nhưng mức độ tăng không mạnh bằng giá cổ phiếu của các doanh nghiệp trên thế giới khi được các Quỹ này thực hiện đầu tư. Sự khác biệt về kết quả này có thể được giải thích bởi khả năng rò rỉ thông tin hay do thị trường chứng khoán Việt Nam kém hiệu quả hơn so với các thị trường chứng khoán của các nước phát triển (NYSE, NASDAQ, HKSE... nơi những mã cổ phiếu chủ yếu trong mẫu nghiên cứu được niêm yết). Hơn nữa, mức độ hiểu biết của nhà đầu tư ở Việt Nam về SWF và tác động của SWF đến giá trị doanh nghiệp vẫn còn nhiều hạn chế. Chính vì vậy, phản ứng tích cực của thị trường (tăng giá cổ phiếu) là sớm hơn nhưng mức độ tăng không cao như tại các thị trường chứng khoán phát triển, nơi mà mức độ hiểu biết của nhà đầu tư về các hiện tượng đầu tư lớn từ những Quỹ đầu tư đã rất quen thuộc và thường xuyên xảy ra.

Nghiên cứu tiếp tục khảo sát tỷ suất lợi tức bất thường trung bình tích lũy (CAAR) cho các cửa sổ sự kiện khác nhau trong giai đoạn trước 40 ngày và sau 20 ngày sự kiện (t-40, t+20).

Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình tích lũy (CAAR) đối với các cửa sổ sự kiện có độ dài khác nhau trong suốt giai đoạn (-40, +20) được trình bày ở bảng 4. Trong số các cửa sổ sự kiện được khảo sát, chỉ có hai cửa sổ (-2,2) và (-1,1) có CAAR dương và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này cho thấy sự đầu tư

của các SWF tạo ra tỷ suất lợi tức bất thường trung bình tích lũy của các doanh nghiệp dương đáng kể trong giai đoạn 2 ngày giao dịch trước và 2 ngày giao dịch sau khi sự kiện đầu tư của các SWF được công bố trong cả 2 trường hợp. Cụ thể, với trường hợp 1, CAAR đạt mức 1,69% trong cửa sổ sự kiện 5 ngày (-2, +2) và đạt 1,23% trong cửa sổ sự kiện 3 ngày (-1, +1) với mức ý nghĩa thống kê 10%. Tương tự, trường hợp 2 có mức CAAR lần lượt là 1,67% (ý nghĩa thống kê 10%) và 1,15% (ý nghĩa thống kê 5%) đối với các cửa sổ sự kiện (-2, +2) và (-1, +1). Như vậy, tác động tích cực của việc đầu tư của SWF lên giá cổ phiếu không chỉ vào ngày mà thông tin được công bố mà còn vào một số ngày trước và sau ngày thông báo. Điều này có nghĩa rằng xoay quanh ngày thông tin được công bố ra thị trường, việc đầu tư của các SWF vào các doanh nghiệp sẽ làm tăng giá cổ phiếu. Kết quả này cũng hoàn toàn ủng hộ giả thuyết nghiên cứu: thị trường phản ứng tích cực với thông tin đầu tư của các SWF.

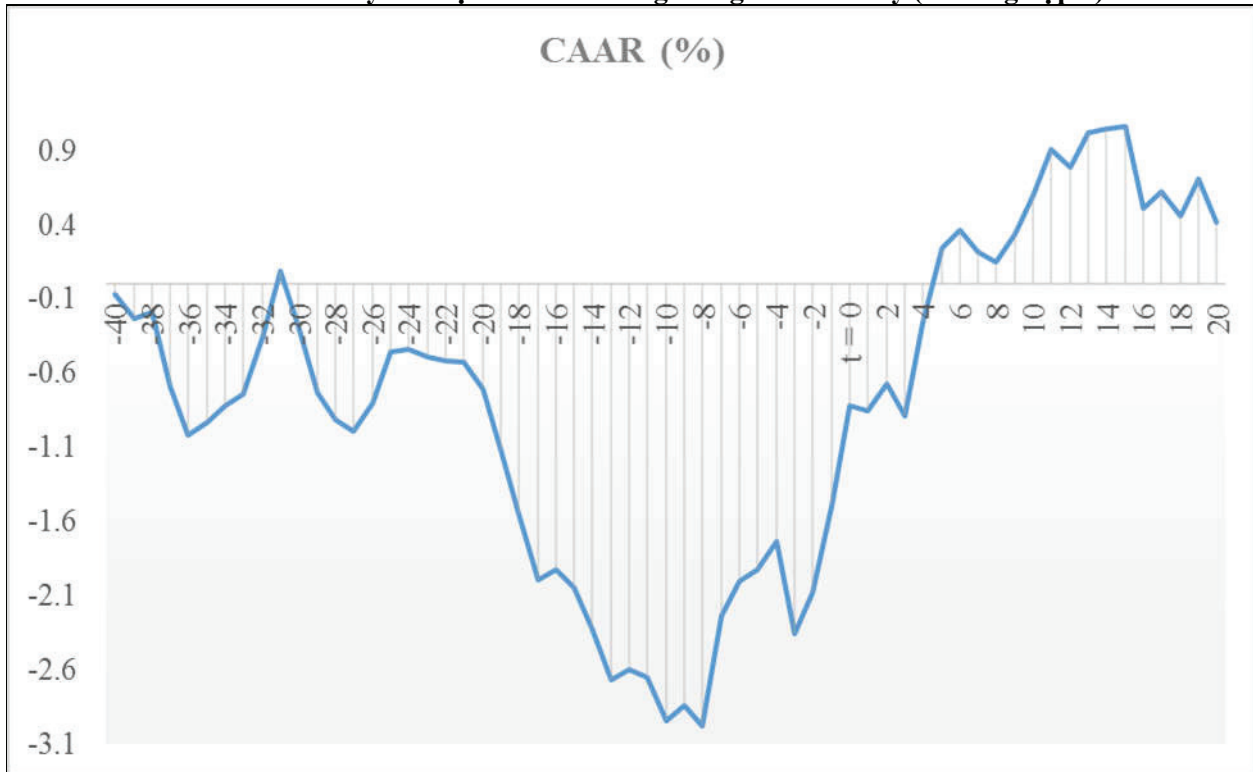
Kết quả nghiên cứu của chúng tôi tương đồng với kết quả của những nghiên cứu thực nghiệm trước đây như Chhaochharia & Laeven (2008), Fotak, Bortolotti & Megginson (2008), Kotter & Lel (2008) hay của Dewenter, Han & Malatesta (2009). Thật vậy, những nghiên cứu này cũng đã tìm thấy mối quan hệ dương giữa sự gia tăng giá cổ phiếu và sự

Bảng 5: CAAR của một số nghiên cứu thực nghiệm trước đây

Tác giả	Cửa sổ sự kiện	CAAR(%)
Chhaochharia & Laeven (2008)	(-2, 2)	0.82
Fotak, Bortolotti & Megginson (2008)	(-1, 1)	0.55
Kotter & Lel (2008)	(-2, 2)	2.43
	(-1, 1)	2.15
Dewenter, Han & Malatesta (2009)	(-1, 1)	1.7

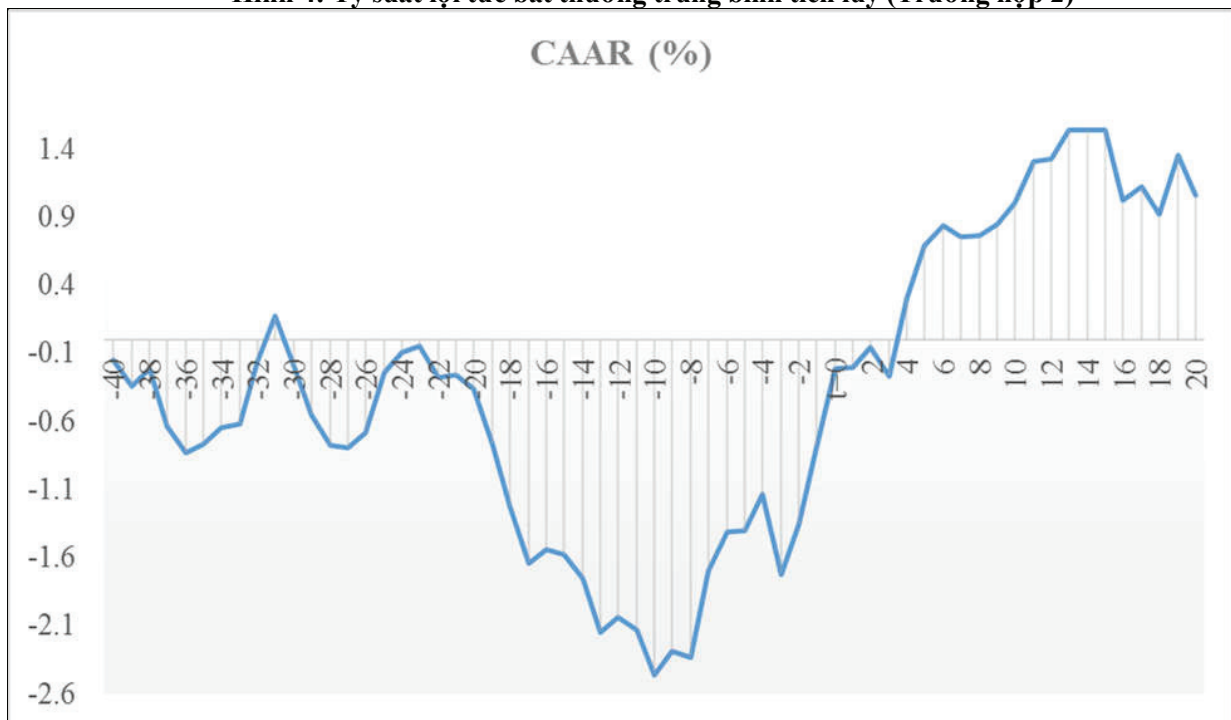
Nguồn: Kết quả từ các nghiên cứu trước đây

Hình 3: Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình tích lũy (Trường hợp 1)



Nguồn: Kết quả từ mẫu nghiên cứu

Hình 4: Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình tích lũy (Trường hợp 2)



Nguồn: Kết quả từ mẫu nghiên cứu

kiện đầu tư của các SWF. Đối với mẫu nghiên cứu của chúng tôi, CAAR trong các giai đoạn sự kiện nhận tác động của các SWF có giá trị cao hơn CAAR trong nghiên cứu của Chhaochharia & Laeven

(2008) (0,82% trong giai đoạn -2,2) và nghiên cứu của Fotak, Bortolotti & Megginson (2008) (0,55% trong giai đoạn -1,1). Tuy nhiên, CAAR trong kết quả nghiên cứu của chúng tôi có giá trị thấp hơn

nghiên cứu của Kotter & Lel (2008) hay Dewenter, Han & Malatesta (2009). Cụ thể những tác giả này đã tìm thấy giá trị của CAAR là 2,43% trong giai đoạn (-2,2) và 2.15% hay 1,7% trong giai đoạn (-1,1).

Tỷ suất lợi tức bất thường trung bình tích lũy trong cả hai trường hợp được biểu diễn ở Hình 3 và Hình 4.

Hình 3 và Hình 4 cho thấy tỷ suất lợi tức bất thường trung bình tích lũy trong suốt giai đoạn (-40, +20) của các cổ phiếu cho thấy điểm khác biệt trong xu hướng biến động của CAAR trong 2 trường hợp. Đối với trường hợp thứ nhất (chỉ bao gồm các sự kiện đầu tư trên thế giới), CAAR có giá trị dương bắt đầu từ ngày thứ 5 trong cửa sổ (-40, +20) trong khi đó ở trường hợp thứ hai, CAAR đạt được mốc này sớm hơn khoảng 2 ngày (vào cuối thời điểm ngày thứ 3). Điều này cho thấy, sự góp mặt của các sự kiện đầu tư ở Việt Nam đã làm mức tỷ suất lợi tức bất thường trung bình của mẫu nghiên cứu sau ngày công bố thông tin tăng cao. Đây là biểu hiện của mức tăng khá mạnh của giá các cổ phiếu này trong các ngày xung quanh sau ngày sự kiện.

Như vậy, những kết quả nghiên cứu của chúng tôi ủng hộ quan điểm sự đầu tư của SWF có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Những tác động tích cực này có thể được giải thích do tín hiệu phát ra từ 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 mới nổi như Việt Nam) đối với thông tin đầu tư của các SWF cũng có sự khác nhau.

5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy tác động tích cực từ việc đầu tư của SWF lên giá trị của doanh nghiệp, đồng thời nghiên cứu cũng ghi nhận mức độ phát triển của thị trường tài chính có ảnh hưởng đến phản ứng của thị trường đối với thông tin đầu tư của các

SWF vào cổ phiếu của doanh nghiệp.

Thông qua việc đánh giá tác động của SWF lên giá trị của doanh nghiệp mà những quỹ này đã đầu tư vốn, nghiên cứu thực nghiệm này góp phần làm sáng tỏ những quan điểm trái ngược nhau về vai trò của SWF, về tác động của SWF lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Qua đó, nghiên cứu sẽ giúp cho các nhà đầu tư, các doanh nghiệp 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, thu hút và khai thác vốn đầu tư nước ngoài từ những Quỹ này.

Đối với các nhà đầu tư, nhận thức được tác động tích cực từ việc đầu tư của các SWF đến giá trị doanh nghiệp, các nhà đầu tư sẽ lựa chọn cho mình chiến lược đầu tư phù hợp trong ngắn hạn. Thật vậy, khi có thông tin về sự kiện đầu tư của các SWF, các nhà đầu tư có thể nghiên cứu lựa chọn cổ phiếu của những doanh nghiệp nhận vốn đầu tư của SWF để đưa vào danh mục đầu tư và xác định thời điểm đầu tư phù hợp. Ngoài ra, khi quyết định đầu tư ở thị trường tài chính của quốc gia đang phát triển như Việt Nam hiện nay thì người đầu tư cần cẩn trọng đến vấn đề thông tin được công bố. Việc xác định chính xác ngày sự kiện đầu tư của SWF được công bố sẽ giúp cho nhà đầu tư có thể dự đoán xu hướng biến động giá cổ phiếu ở các thời điểm khác nhau, từ đó có các quyết định đầu tư (mua vào hay bán ra) cổ phiếu phù hợp.

Đối với các doanh nghiệp, khi nhận thấy được việc đầu tư của các SWF sẽ tác động tích cực đến tỷ suất lợi tức của cổ phiếu, doanh nghiệp có thể yên tâm trong việc đưa ra các chính sách thu hút vốn đầu tư từ các Quỹ này. Tuy nhiên, doanh nghiệp cũng cần lưu ý đến việc lựa chọn SWF nào có chiến lược đầu tư phù hợp với chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp.

Chú thích:

1. Các doanh nghiệp Việt Nam nhận vốn đầu tư của SWF: Government of Singapore Investment Corporation (GIC) đầu tư vào Công ty cổ phần FPT, Temasek Holdings – Singapore đầu tư vào các công ty: Công ty cổ phần sữa Việt Nam, Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai, Công ty cổ phần Kinh Đô (KDC) và Công ty cổ phần tập đoàn PAN

Tài liệu tham khảo

- Barclay, M.J. & Holderness, C.G. (1989), 'Private Benefits from Control of Public Corporations', *Journal of Financial Economics*, 25 (2), 371-395.
- Bergstrom, C. & Rydqvist, K. (1990), 'Owervership of Equity in Dual-class Firms', *Journal of Banking and Finance*, 14 (2-3), 255-269.

- Chhaochharia, V. & Laeven, L. (2008), 'Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies and Performance', *Working paper, International Monetary Fund*, 48p.
- Dewenter, K. L., Han, X. & Malesta, P. H. (2009), 'Firm Value and Sovereign Wealth Fund Investments', *Working Paper, University of Washington*, 59p.
- Fotak, V., Bortolotti, B. & Megginson, W. (2008), 'The Financial Impact of Sovereign Wealth Funds Investments in Listed Companies', *Working Paper, University of Oklahoma*, 47p.
- Gross, S.J. & Hart, O.D. (1980), 'Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation', *The Bell Journal of Economics*, 11 (1), 42-64.
- IMF [International Monetary Fund] (2011), 'Global Financial Stability Report, Chapter 2 "Long-term Investors and Their Asset Allocation: Where Are They Now?"', *Washington: International Monetary Fund, September*.
- In, F., Park, R. & Lee, B., (2013), 'Do Sovereign Wealth Funds Stabilize Stock Markets?', *Working Paper, Monash University*, 47p.
- Jensen, M. C. & Meckling, W., (1976), 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Kotter, J. & Lel, U. (2008), 'Friends or foes? The stock price impact of Sovereign Wealth Fund investments and the price of keeping secrets', *International Finance Discussion Papers, n° 940, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System*.
- Nuno, F. (2009), 'Sovereign Wealth Funds: Investment choices and implications around the world', *Working paper, European Corporate Governance Institute*.
- Papaioannou, M., Joonkyu P., Jukka P. & Han van der H. (2013), 'Procyclical Behavior of Institutional Investors During the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts, and Challenges', *IMF Working Paper 13/193* (Washington: International Monetary Fund).
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1986), 'Large Shareholders and Corporate Control', *Journal of Political Economy*, 16 (1-3), 461-488.
- Sojli, E. & Tham, W. W. (2010), 'The Impact of Foreign Government Investments on Corporate Performance: Evidence from the U.S', *Finance Meeting EUROFIDAI-AFFI, Paris*.