

Các nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động mua lại doanh nghiệp tại một số nền kinh tế khu vực châu Á - Thái Bình Dương

Đặng Hữu Mẫn

Trường Đại học Kinh tế Đà Nẵng - mandangdhktdn@gmail.com

Hoàng Dương Việt Anh

Trường Đại học Kinh tế Đà Nẵng - vietanhdue@gmail.com

Ngày nhận: 11/07/2013
Ngày nhận lại: 11/09/2013
Ngày duyệt đăng: 10/02/2014
Mã số: 07-13-CF-06

Tóm tắt

Bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của hoạt động mua lại doanh nghiệp đến lợi tức cổ phiếu của doanh nghiệp mục tiêu, từ đó phát hiện những nhân tố tác động đến hoạt động mua lại tại một số nền kinh tế thuộc khu vực châu Á - Thái Bình Dương. Thông qua việc sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, kết quả cho thấy các doanh nghiệp mục tiêu nhận được lợi tức cổ phiếu dương ở hầu hết các khoảng thời gian xung quanh ngày thông báo sự kiện mua lại. Bên cạnh đó, kết quả phân tích hồi quy phát hiện các yếu tố đặc trưng của mỗi thương vụ cũng như các nhân tố vĩ mô thuộc quốc gia của doanh nghiệp mục tiêu như nguồn gốc của hệ thống pháp luật doanh nghiệp, tính hiệu quả của môi trường pháp lý cũng như tính hợp lý trong các chính sách bảo vệ nhà đầu tư giữ vai trò quyết định đến hoạt động mua lại doanh nghiệp.

Từ khóa:

Mua lại nội địa, mua lại xuyên biên giới, doanh nghiệp đầu tư, doanh nghiệp mục tiêu, lợi tức bất thường tích lũy, hồi quy Logistic, phương pháp nghiên cứu sự kiện.

Keywords:

Domestic acquisition, cross-border acquisition, acquiring firm, target firm, cumulative abnormal returns, logistic regression, event study methodology.

Abstract

The principal aim of the paper is to examine the impact of partial acquisitions on target firms' announcement returns, and then explore the characteristics as well as the determinants of partial acquisitions in Asia-Pacific economies. The results show that the target firm shareholders gain positive announcement returns following the announcement date during various event windows. Moreover, the results of cross-sectional regression analysis indicate that bid-specific features and the target country-specific factors, such as the legal origin of the company law, the efficiency of the legal environment, and the investor protection play more decisive roles for Asia-Pacific-located firms undertaking foreign investments than those undertaking domestic deals.

1. GIỚI THIỆU

Theo báo cáo của Diễn đàn thương mại và phát triển của Liên Hiệp Quốc (UNCTAD, 2012), mặc dù nền kinh tế thế giới đang gặp phải những khó khăn nhất định, nhưng dòng chảy vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (bao gồm cả hai hình thức đầu tư mới – Greenfield Investments, và sáp nhập mua lại xuyên biên giới – Cross-border Mergers and Acquisitions) vẫn tăng ở tất cả các nhóm nước, tăng 17% trong năm 2011, ước đạt 1.500 tỉ USD. Đặc biệt, dòng chảy vốn FDI đến các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển tăng 17% trong năm 2011, chiếm gần 51% tổng giá trị vốn FDI toàn cầu. Trong số đó, dòng chảy FDI đến các nước Đông, Nam, và Đông Nam Á thuộc khu vực châu Á – Thái Bình Dương tăng gần 24%, đạt 300 tỉ USD, vượt xa so với các khu vực đang phát triển khác.

Về phương diện nghiên cứu học thuật, các khảo sát thực nghiệm hiện có về chủ đề mua lại nội địa (MLNĐ) và mua lại xuyên biên giới (MLXBG) hiện chỉ mới tập trung nghiên cứu hoặc ở các thị trường phát triển (như Mỹ, Anh, Nhật) hoặc các thị trường khối BRICS. Những nghiên cứu về chủ đề này ở thị trường mới nổi thuộc khu vực châu Á - Thái Bình Dương vẫn chưa cung cấp được một bức tranh tổng thể về những nhân tố đặc trưng nhất tác động đến hoạt động mua lại doanh nghiệp (MLDN). Trong bối cảnh đó, nghiên cứu của tác giả mở rộng các mô hình được đề xuất bởi Rossi & Volpin (2004), Bertrand & Zitouna (2008), Danbolt & Maciver (2012) bằng cách sử dụng nhiều nhóm nhân tố khác nhau để nghiên cứu tác động của chúng đến hoạt động MLDN tại một số nền kinh tế khu vực châu Á - Thái Bình Dương.

Trên cơ sở nhu cầu và sự cần thiết phải có những khảo sát về chủ đề sáp nhập - mua lại tại thị trường này, mục tiêu chính của bài viết là nghiên cứu ảnh hưởng của hoạt động MLDN đến lợi tức cổ phiếu của doanh nghiệp mục tiêu (DNMT), từ đó phát hiện những nhân tố quyết định đến hoạt động mua lại này.

2. BẢNG CHỨNG THỰC NGHIỆM VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

2.1. Bảng chứng thực nghiệm của hoạt động MLDN tại những thị trường đang phát triển và mới nổi

Trong khoảng một thập kỉ trở lại đây, cùng với những thành tựu đáng kể trong quản lí và điều hành kinh tế ở phạm vi vĩ mô lẫn mức độ điều hành doanh nghiệp tại các thị trường đang phát triển và mới nổi, các nghiên cứu học thuật theo đó cũng có xu hướng tập trung nhiều hơn vào các thị trường này. Đối với hoạt động MLDN, Graham & cộng sự (2008) tổng kết rằng thị trường đang phát triển và mới nổi tạo ra những cơ hội lớn cho các doanh nghiệp trong nước và nước ngoài thực hiện hoạt động mua lại. Nguyên

nhân chính nằm ở chỗ cùng với việc đạt được những cải cách đáng kể trong đổi mới thể chế quản lý và tự do hóa kinh tế, đây là thị trường với lực lượng lao động dồi dào, nguồn tài nguyên phong phú và tỉ lệ tăng trưởng kinh tế hàng năm luôn ở mức cao so với các nước phát triển (UNCTAD, 2012). Chính những động lực thị trường này đã hấp dẫn các doanh nghiệp thâm tóm (DNTT), đặc biệt là từ nước ngoài; từ đó góp phần đẩy mạnh sự phát triển thị trường vốn, công nghệ, quản lý ở các nền kinh tế đang phát triển (Bekaert & Harvey, 2000). Tuy vậy, một số khảo sát cũng nhận thấy rằng hoạt động MLDN tại các thị trường đang phát triển tiềm ẩn rất nhiều rủi ro. Các nghiên cứu của La Porta & cộng sự (2000), Reuer & Koza (2000), Shimizu & cộng sự (2004), chỉ ra rằng các DNTT, đặc biệt là từ nước ngoài gặp không ít khó khăn khi định giá DNMT do bởi tồn tại sự bất đối xứng thông tin ở mức độ cao tại các thị trường này. Bên cạnh đó, Bertrand & Betschinger (2012) còn nhận thấy những yếu tố về chất lượng môi trường pháp lý và mức độ tự do kinh tế tại các thị trường đang phát triển cũng tác động tiêu cực đến hoạt động của các DNTT.

Về phương diện hiệu ứng cộng sinh từ hoạt động MLDN, các khảo sát thực nghiệm hiện có chủ yếu tập trung nghiên cứu tác động của sự kiện MLDN tại các thị trường phát triển. Số lượng những nghiên cứu đặt trọng tâm vào thị trường mới nổi hoặc đang phát triển chỉ mới số ít. Ngoài ra, các khảo sát hầu hết tập trung đánh giá tác động của MLDN lên hoạt động của DNTT. Mặc dù vậy, kết quả của các khảo sát này cũng không đồng nhất. Điển hình, nghiên cứu của Aybar & Ficici (2009) tập trung vào hoạt động mua lại xuyên biên giới (MLXBG) của 58 doanh nghiệp đa quốc gia tại thị trường đang phát triển trong khoảng thời gian 1991-2004, và nhận thấy rằng hoạt động MLDN không tạo ra bất kì hiệu ứng cộng hưởng tích cực cho DNTT, kể cả phương diện lợi tức cổ phiếu cũng như kết quả tài chính. Ngược lại, khảo sát của Bhagat & cộng sự (2011) trên cơ sở mẫu gồm 698 thương vụ MLXBG ở 8 thị trường mới nổi thuộc khu vực Đông và Đông Nam Á lại cho kết quả đối ngược khi nhận thấy rằng DNTT nhận được lợi tức cổ phiếu dương theo sau mỗi thương vụ mua lại.

Trong khi đó, ảnh hưởng của hoạt động mua lại đến DNMT tại thị trường đang phát triển và mới nổi cho những kết quả khá rõ ràng. Chari & cộng sự (2004), Chernykh & cộng sự (2010) nhận thấy rằng lợi tức của DNMT ở thị trường đang phát triển gia tăng theo sau sự kiện mua lại bất kể DNTT là doanh nghiệp nội địa hay doanh nghiệp nước ngoài. Tương tự, nghiên cứu của Song & cộng sự (2010) đã tập trung làm rõ tác động của MLXBG đến kết quả hoạt động của DNMT tại 5 nền kinh tế Đông và Đông Nam Á, bao gồm Malaysia, Philippines, Hàn quốc, Indonesia, và Thái Lan trong giai đoạn 1995-

2007. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng đã có sự nâng cao rõ rệt trong hoạt động của các DNMT theo sau sự kiện MLDN. Ở một khía cạnh liên quan, Zhu & cộng sự (2011) so sánh ảnh hưởng của hoạt động mua lại nội địa và xuyên biên giới đến hoạt động của DNMT ở 20 thị trường đang phát triển trong giai đoạn 1990-2007, và nhận thấy rằng trong khi mua lại nội địa ảnh hưởng tích cực lên lợi tức cổ phiếu và kết quả tài chính của DNMT thì trái lại hiệu ứng của MLXBG là không rõ ràng.

Tóm lại, khảo sát những nghiên cứu đã có tại thị trường đang phát triển và mới nổi có thể nhận thấy đa số các nghiên cứu chỉ dừng lại ở việc phân tích ảnh hưởng của sự kiện MLDN đến biến thiên lợi tức cổ phiếu và hoạt động tài chính của DNTT lẫn DNMT. Các nghiên cứu hiện có vẫn chưa cung cấp được một bức tranh tổng thể về những nhân tố đặc trưng nhất tác động đến hoạt động MLDN và biến thiên lợi tức của DNMT.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Mẫu nghiên cứu, nguồn dữ liệu và phương pháp xử lý mẫu

Mẫu nghiên cứu bao gồm hệ thống các thương vụ mua lại một phần tại 8 nền kinh tế thuộc khu vực châu Á - Thái Bình Dương, gồm: Đài Loan (Trung Quốc), Hàn Quốc, Hồng Kông, Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore và Thái Lan trong giai đoạn 2000-2010. Có hai nguyên nhân chính khiến tác giả lựa chọn mẫu nghiên cứu này. Thứ nhất, theo UNCTAD (2012), dòng chảy FDI thông qua hoạt động sáp nhập - mua lại đến các nước Đông, Nam, và Đông Nam Á thuộc khu vực châu Á – Thái Bình Dương tăng vượt xa so với các khu vực đang phát triển khác. Điều này đòi hỏi cần có thêm nhiều khảo sát đặt trọng tâm vào thị trường này. Thứ hai, ngoại trừ Trung Quốc và Ấn Độ, hai quốc gia chủ chốt trong khối BRICS vốn dĩ đã được khảo sát khá toàn diện, 8 quốc gia trong mẫu nghiên cứu của tác giả hoặc chưa được nghiên cứu tách biệt, hoặc chưa có các khảo sát đặt trọng tâm làm rõ những nhân tố đặc trưng nhất tác động đến hoạt động MLDN và biến thiên lợi tức của DNMT tại nhóm các nước này.

Dữ liệu về ngày thông báo thương vụ và những nhân tố cụ thể của mỗi thương vụ được thu thập thông qua cơ sở dữ liệu SDC Platinum của ThomsonOne Banker database. Dữ liệu về lợi tức cổ phiếu, hoạt động kế toán của DNMT được thu nhập từ cơ sở dữ liệu DataStream International và Thomson Reuters Worldscope. Bên cạnh đó, dữ liệu về những nhân tố vĩ mô thuộc quốc gia của DNMT được thu thập từ nhiều cơ sở dữ liệu khác nhau, như Ngân hàng Thế giới (World Bank database), Viện Fraser (đo lường mức độ tự do của các nền kinh tế), và dữ liệu của Công ty kiểm toán KPMG. Ngoài ra, tác

giả cũng sử dụng dữ liệu thực nghiệm được sử dụng trong khảo sát của La Porta & cộng sự (2000).

Về phương pháp xử lý mẫu, tác giả chỉ lựa chọn những thương vụ thành công và đã hoàn thành trong giai đoạn 2000-2010. Ngoài ra, tác giả đảm bảo các DNMT là các công ty cổ phần và vẫn được niêm yết cổ phiếu theo sau mỗi thương vụ mua lại. Mẫu nghiên cứu cuối cùng bao gồm 288 quan sát DNMT thuộc loại hình MLNĐ và 106 quan sát thuộc MLXBG.

2.2.2. Phương pháp nghiên cứu

Để giải quyết những vấn đề nghiên cứu đặt ra, tác giả sử dụng hai phương pháp kinh tế lượng khá phổ biến trong nghiên cứu dữ liệu chéo hay dữ liệu cắt ngang (Cross-Sectional Data), phương pháp nghiên cứu sự kiện (Event Study Methodology) và phương pháp phân tích hồi quy chéo (Cross-Sectional Regression Analysis).

Phương pháp nghiên cứu sự kiện

Phương pháp này được sử dụng để đo lường ảnh hưởng của những sự kiện nhất định đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp, từ đó nhận diện những hiệu ứng xảy ra đến lợi tức cổ phiếu (thường được gọi là lợi tức bất thường) theo sau mỗi sự kiện này. Theo đó, tỉ suất lợi tức kì vọng của cổ phiếu i vào ngày t được xác định từ mô hình thị trường chuẩn (Standard Market Model):

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + E(\varepsilon_{it}) \quad (1)$$

Trong đó: R_{mt} là tỉ suất lợi tức thị trường vào ngày t ; α_i , β_i , và ε_{it} lần lượt là hệ số chặn, rủi ro hệ thống của cổ phiếu i và khoản mục sai số (trong đó $E(\varepsilon_{it})=0$).

Lợi tức bất thường của cổ phiếu i vào ngày t (AR_{it}) được xác định như sau:

$$AR_{it} = R_{it} - (a_i + b_i \cdot R_{mt}) \quad (2)$$

Trong đó: a_i và b_i là các hệ số ước lượng từ việc hồi quy R_{it} theo R_{mt} với một khoảng thời gian ước lượng T (Estimation period) được xác định trước.

Theo Bertrand & Zitouna (2008), sự tác động của mỗi sự kiện lên giá cổ phiếu không chỉ được cảm nhận vào ngày thông báo sự kiện, mà có thể được nhận diện trong một khoảng thời gian xung quanh ngày thông báo sự kiện (Event Window). Event Window bắt đầu từ T_1 ngày trước ngày thông báo sự kiện đến T_2 ngày sau ngày thông báo sự kiện, Event Window (T_1, T_2).

Lợi tức kì vọng của mỗi cổ phiếu vừa tính toán ở trên sau đó được so sánh với lợi tức thực của mỗi cổ phiếu theo từng ngày bên trong Event Window (T_1, T_2). Sự chênh lệch giữa lợi tức thực và lợi tức kì vọng của mỗi cổ phiếu trong khoảng thời gian Event Window (T_1, T_2) được gọi là lợi tức bất thường tích lũy (Cumulative Abnormal Return, CAR):

$$CAR_{i,EW} = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it} \quad (3)$$

Kiểm định Cross-Sectional t-Test được sử dụng để kiểm định ý nghĩa thống kê của CAR.

$$t = \frac{CAR / N}{\delta_{CAR} / \sqrt{N}} \quad (4)$$

Trong đó, CAR là lợi tức bất thường tích lũy của tất cả cổ phiếu trong mẫu quan sát trong Event Window; N là số ngày trong khoảng thời gian Event Window (T_1, T_2); δ_{CAR} là độ lệch chuẩn của CAR trong khoảng thời gian ước lượng T.

Trong nghiên cứu này, tác giả lựa chọn cách tiếp cận được đề xuất bởi Danbolt & Maciver (2012). Theo đó, khoảng thời gian ước lượng T từ ngày t-260 đến ngày t-41 trước thời điểm thông báo sự kiện mua lại (như vậy T=220) được sử dụng để ước lượng tham số mô hình thị trường. Thực nghiệm của Danbolt & Maciver (2012) cho thấy T=220 có khả năng cung cấp đầy đủ thông tin quá khứ cần thiết để ước lượng các tham số thị trường, làm cơ sở cho việc dự báo lợi tức kì vọng. Lưu ý ở đây mặc định t=0 là ngày thông báo sự kiện mua lại.

Phương pháp phân tích hồi quy chéo

Trong phần này, tác giả mở rộng các mô hình được đề xuất bởi Rossi & Volpin (2004), Bertrand & Zitouna (2008), Danbolt & Maciver (2012). Cụ thể, tác giả sử dụng kĩ thuật hồi quy Logistic để phân tích tác động của các nhóm nhân tố khác nhau đến hoạt động MLDN. Phương trình hồi quy thực nghiệm như sau:

$$\text{Prob}(\text{Cross Border}=1) = \beta_0 + \beta_1 \text{Deal} + \beta_2 \text{Firm} + \beta_3 \text{Macro_Economic} + \beta_4 \text{Legal_Origin} + \beta_5 \text{Legal_Environment} + \beta_6 \text{Investor_Protection} + \beta_7 \text{Economic_Openness} + \varepsilon \quad (5)$$

Trong đó, Cross Border là biến phụ thuộc của mô hình. Đây là biến nhị phân, nhận giá trị =1 nếu là MLXBG, và giá trị = 0 nếu là MLNĐ. Các biến độc lập sử dụng trong

mô hình là những biến đã được các khảo sát thực nghiệm chứng minh có sự tác động nhất định đến biến phụ thuộc. Tác giả giới thiệu nhóm các biến độc lập lần lượt dưới đây:

Bảng 1. Mô tả các biến độc lập

Biến	Mô tả
Nhóm các yếu tố đặc trưng của mỗi thương vụ (Deal):	
Method of payment	Biến nhận giá trị =1 nếu thương vụ được thanh toán bằng tiền mặt, và nhận giá trị =0 nếu được thanh toán bằng chuyển đổi cổ phiếu hoặc các hình thức chuyển đổi phi tiền mặt khác giữa DNMT và DNMT.
Relatedness	Nếu hai doanh nghiệp thuộc cùng lĩnh vực kinh doanh, biến này sẽ nhận giá trị =1, ngược lại sẽ nhận giá trị =0.
Hostility	Biến này xem xét khả năng lựa chọn giữa hai loại hình mua lại khi thương vụ mang tính “cưỡng bức” hay “đối kháng”. Biến này nhận giá trị =1 nếu là giao dịch đối kháng, ngược lại sẽ nhận giá trị =0.
Percentage of toehold	Biến liên tục này đo lường ảnh hưởng của tỉ lệ nắm giữ cổ phần của DNMT tại DNMT trước thời điểm mua lại.
Premium	Biến này đo lường ảnh hưởng của phần bù chênh lệch mà DNMT thanh toán cho DNMT trong mỗi thương vụ. Tác giả sử dụng cách tính được giới thiệu bởi Rossi & Volpin (2004). Theo đó, phần bù này chính là tỉ lệ phần trăm chênh lệch giữa giá chào mua mỗi cổ phần của DNMT và thị giá mỗi cổ phần đó tại thời điểm 4 tuần trước thời điểm có thông báo sự kiện mua lại.
Log(Deal_value)	Biến này đo lường ảnh hưởng của giá trị thương vụ đến hoạt động MLDN. Biến này được chuyển đổi sang Logarit tự nhiên.
Nhóm các yếu tố nội tại của DNMT (Firm)	
Log (Sales)	Biến này xem xét ảnh hưởng của quy mô DNMT đến hoạt động MLDN. Tác giả sử dụng kết quả doanh thu của DNMT tại thời điểm kết thúc năm tài chính gần nhất trước thời điểm có sự kiện mua lại. Biến này cũng được chuyển đổi sang Logarit tự nhiên.
Tobin's Q	Hệ số Tobin's Q là tỉ lệ giữa giá trị vốn hóa và tổng tài sản của DNMT tại thời điểm kết thúc năm tài chính gần nhất trước thời điểm có sự kiện mua lại.

Nhóm các yếu tố đặc trưng thuộc quốc gia của DNMT:

GDP growth	Biến này thể hiện tỉ lệ tăng trưởng GDP của quốc gia của DNMT vào năm tài chính gần nhất trước thời điểm có sự kiện mua lại.
Common-law	Biến này mô tả nguồn gốc hệ thống pháp luật doanh nghiệp (Legal_origin). Biến nhị phân này nhận giá trị =1 nếu quốc gia theo hệ thống thông luật hay còn gọi là hệ thống luật Anh-Mỹ (Common-law), ngược lại sẽ nhận giá trị =0 nếu theo hệ thống luật lục địa hay luật Pháp-Đức (Civil-law).
Efficiency of Judicial system	Biến này thể hiện tính hiệu quả và lành mạnh của môi trường pháp luật tại quốc gia của DNMT (Legal_environment). Biến này được xây dựng bởi La Porta & cộng sự (2000) dựa trên mức độ rủi ro quốc gia do đại diện xếp hạng rủi ro quốc gia (Business International Corporation) đề xuất. Chỉ số này nhận giá trị từ 0 đến 10, trong đó giá trị càng nhỏ phản ánh tính hiệu quả càng thấp.
Shareholder protection	Biến này cũng được xây dựng bởi La Porta & cộng sự (2000) dựa trên việc kết hợp quyền của cổ đông thiểu số và chất lượng thực thi pháp luật. Chỉ số nhận giá trị từ 0 đến 6, trong đó giá trị càng nhỏ phản ánh tính hợp lý trong các chính sách bảo vệ nhà đầu tư càng thấp.
Capital control	Biến này thể hiện mức độ tự do kinh tế tại quốc gia của DNMT (Economic_openness). Biến này được xây dựng bởi Gwartney, Hall, & Lawson được cập nhật và xuất bản trong báo cáo thường niên của Tổ chức Tự do Kinh tế (Economic Freedom of the World). Chỉ số này nhận giá trị từ 1,4 đến 9,8; trong đó giá trị càng nhỏ phản ánh mức độ tự do kinh tế càng thấp.

3. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN**3.1. Mô tả và thống kê mẫu nghiên cứu**

Bảng 2 mô tả thống kê chi tiết giữa hai mẫu nghiên cứu. Kết quả cho thấy những yếu tố thương vụ như sự tương đồng trong lĩnh vực kinh doanh giữa DNTT và DNMT (Relatedness), phần bù chênh lệch (Premium) và giá trị thương vụ ($\text{Log}(\text{Deal_value})$), là những nhân tố tạo ra sự khác biệt giữa MLNĐ và MLXBG. Ngoài ra, tác giả cũng nhận thấy các DNTT ở nước ngoài thường mua lại các DNMT có giá trị thị trường so với giá trị sổ sách cao. Bằng chứng là các DNMT thuộc hình thức MLXBG có hệ số Tobin's Q trung bình cao hơn hẳn so với các DNMT thuộc hình thức MLNĐ. Ngoài ra,

Bảng 2 cho thấy tính hiệu quả của môi trường pháp lí (Efficiency of Judicial System) cũng như tính hợp lí trong các chính sách bảo vệ nhà đầu tư (Shareholder Protection) là những nhân tố vĩ mô ảnh hưởng mạnh lên DNMT thuộc hình thức MLXBG.

3.2. Kết quả biến thiên lợi tức cổ phiếu của DNMT

3.2.1. Biến thiên lợi tức trong MLNĐ và MLXBG

Bảng 3 chỉ ra xu hướng biến thiên CAR và ý nghĩa thống kê của chúng đối với cổ phiếu DNMT trong MLNĐ và MLXBG theo từng Event Window khác nhau. Kết quả chỉ ra rằng kể từ ngày thứ 10 trước ngày thông báo sự kiện mua lại hầu như tất cả các giá trị CAR đều dương và có ý nghĩa thống kê rất cao. Đặc biệt, hệ số CAR 11 ngày từ ngày t-5 trước ngày sự kiện đến ngày t+5 sau ngày sự kiện nhận được giá trị cao nhất, CAR đối với MLNĐ là (10,51; 7,47) và đối với MLXBG là (13,10; 6,45). Ngoài ra, lợi tức cổ phiếu của DNMT ở các Event Window sau ngày thông báo sự kiện cao hơn hẳn so với giai đoạn trước ngày thông báo sự kiện. Kết quả này cho thấy sự kiện mua lại (nội địa và xuyên biên giới) đã tác động tích cực đến sự biến thiên lợi tức cổ phiếu DNMT trên thị trường, từ đó gia tăng giá trị của DNMT.

3.2.2. Hiệu ứng Cross-Border Effect đến lợi tức cổ phiếu doanh nghiệp mục tiêu

Hiệu ứng Cross-Border Effect đo lường chênh lệch trong giá trị CAR của cổ phiếu DNMT giữa MLXBG và MLNĐ. Bảng 3 chỉ ra giá trị CAR trong các Event Window sau ngày thông báo sự kiện mua lại đều dương hoặc không âm. Nguyên nhân là do lợi tức cổ phiếu của DNMT trong MLXBG cao hơn so với lợi tức cổ phiếu của DNMT trong MLNĐ khi sự kiện mua lại được thông báo. Nói cách khác, các DNMT trong MLXBG phản ứng tích cực hơn so với các DNMT trong MLNĐ khi có sự kiện mua lại. Kết quả nghiên cứu của tác giả tương đồng với kết quả trong các khảo sát của Bertrand & Zitouna (2008), Song (2010).

Bảng 2. Thống kê mô tả chi tiết giữa hai mẫu nghiên cứu

Biến	Mua lại xuyên biên giới				Mua lại nội địa				Giá trị Wilcoxon Z
	Số QS	GT Trung bình	GT Trung vị	Độ lệch chuẩn	Số QS	GT Trung bình	GT Trung vị	Độ lệch chuẩn	
Nhóm yếu tố thương vụ:									
Relatedness	106	0,425	0	0,497	288	0,142	0	0,350	-6,005***
Method of payment	106	0,896	1	0,306	288	0,885	1	0,319	-0,302
Hostility	106	0,198	0	0,400	288	0,156	0	0,364	-0,986
Percentage of toehold	106	0,193	0,060	0,210	288	0,163	0	0,194	-1,227
Premium	103	0,290	0,172	0,653	279	0,344	0,069	2,120	-2,21**
Log(Deal_value)	93	17,627	17,370	1,996	261	17,043	16,950	1,741	-2,378**
Nhóm yếu tố thuộc DNMT:									
Log(Sales)	106	18,296	18,025	1,899	281	18,086	18,140	1,909	-0,835
Tobin’s Q	102	1,117	0,716	2,229	273	0,824	0,606	1,186	-2,132**
Nhóm yếu tố thuộc quốc gia:									
GDP growth	106	0,050	0,052	0,025	288	0,046	0,051	0,029	-0,9
Common-law	106	0,396	0	0,491	288	0,323	0	0,468	-1,358
Efficiency of Judicial system	106	6,953	6,750	2,939	288	7,682	9,000	2,574	2,152**
Shareholder protection	106	3,198	3,000	1,125	288	3,497	4,000	1,260	2,287**
Capital control	106	5,659	4,850	1,846	288	6,007	6,075	1,958	1,136

Ý nghĩa thống kê: p-values **<0,05, và ***<0,01

Nguồn: Kết quả thực nghiệm từ mẫu nghiên cứu.

Bảng 3. Giá trị CAR trong MLNĐ, MLXBG và hiệu ứng Cross-Border Effect

Event Windows	Mua lại nội địa		Mua lại XBG		Hiệu ứng Cross-Border Effect		
					Chênh lệch CAR _{CB} - CAR _D	t-test	Wilcoxon
	CAR _D	t-ratio	CAR _{CB}	t-ratio		t- ratio	Rank-Sum test z-ratio
(-40,-31)	0,0067	0,84	0,0026	0,31	-0,0041	-0,288	-0,294
(-30,-21)	-0,0038	-0,5	0,0135	1,52	0,0173	1,271	0,977
(-20,-11)	0,0137	1,41	0,0185	1,32	0,0048	0,26	0,006
(-10,-1)	0,0380	4,88***	0,0569	4,36***	0,0189	1,248	1,119
(-5,0)	0,0465	6,36***	0,0432	3,71***	-0,0033	-0,235	0,507
(-1,0)	0,0345	5,87***	0,0177	2,5**	-0,0168	-1,586	-1,009
0	0,0251	4,76***	0,0056	0,98	-0,0195	-2,081**	-2,727***
(-1,+1)	0,0729	6,91***	0,0972	4,83***	0,0243	1,144	1,288
(-2,+2)	0,0825	7,15***	0,1153	5,48***	0,0328	1,438	1,79*
(-5,+5)	0,1051	7,47***	0,1310	6,45***	0,0259	0,986	2,22**
(0,+1)	0,0635	6,14***	0,0851	4,26***	0,0216	1,033	0,785
(0,+5)	0,0837	6,14***	0,0933	5,07***	0,0096	0,385	1,356
(0,+10)	0,0891	5,69***	0,0954	4,79***	0,0063	0,222	0,967
(0,+15)	0,0875	5,4***	0,0966	4,68***	0,0091	0,308	1,188
(0,+20)	0,0868	5,15***	0,1005	5,03***	0,0137	0,449	1,396
(0,+30)	0,0854	4,51***	0,0863	4,1***	0,0009	0,027	0,535
(0,+40)	0,0907	4,62***	0,0907	3,92***	0,0000	-0,0038	0,19

Ý nghĩa thống kê: p-values *<0,10, **<0,05, và ***<0,01 (sử dụng kiểm định 2 phía)

Nguồn: Kết quả thực nghiệm từ mẫu nghiên cứu.

3.3. Kết quả phân tích hồi quy

Phần này xem xét ảnh hưởng của các nhóm nhân tố khác nhau đến hoạt động MLDN. Cụ thể, bằng cách ứng dụng kỹ thuật hồi quy Logistic đối với phương trình (5), tác giả nghiên cứu xác suất một thương vụ mua lại thuộc một trong hai hình thức, MLNĐ hoặc MLXBG; từ đó, nhận diện các nhân tố quyết định đến hoạt động mua lại. Trong các mô

hình ở Bảng 4, sai số chuẩn (Robust Standard Errors) đã điều chỉnh phương sai không đồng nhất. Ngoài ra, tác giả cũng đã loại trừ hiện tượng đa cộng tuyến và sai số đặc tính của mô hình. Bên cạnh đó, để nhận diện rõ hơn sự tác động của các biến vĩ mô đến hoạt động mua lại, từ mô hình (3) đến mô hình (7), tác giả kiểm soát ảnh hưởng của các yếu tố thương vụ và những nhân tố của DNMT. Về vấn đề biến nội sinh (Endogeneity), khảo sát của tác giả đồng nhất với kết quả của Rossi & Volpin (2004), Bris & Cabolis (2008), khi nhận thấy rằng biến Relatedness và Method of Payment là những biến nội sinh (Endogenous Variables), vì thế các hệ số ước lượng trong mô hình có thể không còn chính xác. Để giải quyết vấn đề này, tác giả dựa theo phương pháp kiểm định ổn định (Robustness Testing) của Rossi & Volpin (2004) sử dụng một hệ thống đệ quy (Recursive System) với 3 phương trình, mỗi một biến nội sinh sẽ thuộc một phương trình: Cross Border, Relatedness, và Method of Payment. Các biến ngoại sinh (Exogenous Variables) là những biến còn lại trong phương trình (5). Kết quả của những hồi quy này đồng nhất với những kết quả trong bảng 4 nên tác giả không trình bày trong bài báo này.^[1]

Mô hình (1) ở Bảng 4 nhận diện tác động của những nhân tố thương vụ đến hoạt động mua lại. Khá đồng nhất với kết quả ở Bảng 2, tác giả nhận thấy rằng xác suất một thương vụ mua lại thuộc hình thức MLXBG sẽ cao hơn so với MLND nếu thương vụ có các đặc điểm như: có sự tương đồng trong lĩnh vực kinh doanh giữa DNTT và DNMT, thanh toán bằng tiền mặt, và giá trị thương vụ cao.^[2] Mô hình (2) xem xét ảnh hưởng của những nhân tố nội tại của DNMT đến hoạt động mua lại. Kết quả hồi quy cho thấy các biến được sử dụng đều không có ý nghĩa thống kê, mặc dù ý nghĩa kinh tế của nó khá rõ ràng. Cụ thể, hệ số hồi quy của biến Log(sales) (phản ánh quy mô DNMT) và biến Tobin's Q (phản ánh hiệu quả hoạt động thị trường của doanh nghiệp) cho thấy nếu quy mô của DNMT càng nhỏ và có hiệu quả hoạt động thị trường cao thì xác suất một thương vụ mua lại thuộc hình thức MLXBG sẽ càng lớn.

Các mô hình từ (3) đến (7) nhận diện tác động của các biến số vĩ mô đến sự lựa chọn giữa hai loại hình mua lại. Mô hình (3) cho thấy mặc dù biến GDP growth không có ý nghĩa thống kê nhưng rõ ràng các DNTT có xu hướng lựa chọn những DNMT ở những quốc gia có tỉ lệ tăng trưởng kinh tế cao.^[3] Mô hình (4) xem xét ảnh hưởng của nguồn gốc hệ thống pháp luật doanh nghiệp tại quốc gia của DNMT đến sự lựa chọn giữa hai loại hình mua lại. Hệ số hồi quy của biến Common-Law là dương và có ý nghĩa thống kê tại 10% (hệ số Beta = 0,5 và $p < 0,1$) chỉ ra rằng xác suất một thương vụ mua lại thuộc

hình thức MLXBG sẽ cao hơn so với MLNĐ nếu thương vụ được thực hiện ở quốc gia theo hệ thống Thông luật.^[4] Mô hình (5) và mô hình (6) khảo sát mối tương quan trong sự lựa chọn giữa hai loại hình mua lại và tính hiệu quả, lành mạnh của môi trường luật pháp (Efficiency of Judicial System) cũng như chất lượng các chính sách bảo vệ nhà đầu tư (Shareholder Protection) tại quốc gia của DNMT. Các hệ số hồi quy của hai biến này là âm và có ý nghĩa thống kê tại 10% cho thấy rằng các DNTT có xu hướng mua lại những DNMT ở những quốc gia có hiệu quả môi trường pháp luật và chất lượng các chính sách bảo vệ nhà đầu tư thấp.^[5] Mô hình (7) nhận diện tác động của mức độ tự do kinh tế tại quốc gia của DNMT đến hoạt động mua lại. Mặc dù biến Capital Control không có ý nghĩa thống kê nhưng có thể nhận thấy rằng các DNTT có xu hướng lựa chọn những DNMT ở những quốc gia có mức độ tự do kinh tế thấp.^[6]

4. KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH

4.1. Kết luận

Đối với 8 nền kinh tế thuộc khu vực châu Á – Thái Bình Dương, cả hai loại hình MLDN đều góp phần gia tăng lợi tức cổ phiếu DNMT, trong đó MLXBG có sự tác động vượt trội so với loại hình MLNĐ. Bên cạnh đó, kết quả phân tích hồi quy cũng chỉ ra các đặc trưng của mỗi thương vụ như sự tương đồng trong lĩnh vực kinh doanh giữa DNTT và DNMT, phương thức thanh toán và giá trị thương vụ là những nhân tố thương vụ quyết định hoạt động MLDN. Nghiên cứu cũng nhận thấy các nhân tố vĩ mô thuộc quốc gia của DNMT như nguồn gốc của hệ thống pháp luật doanh nghiệp, tính hiệu quả của môi trường pháp lý cũng như tính hợp lý trong các chính sách bảo vệ nhà đầu tư giữ vai trò then chốt, quyết định đến hoạt động MLDN, đặc biệt là MLXBG.

Bảng 4. Hồi quy logistic của các nhân tố quyết định đến sự lựa chọn giữa loại hình MLDN

Biến	Mô hình 1		Mô hình 2		Mô hình 3		Mô hình 4		Mô hình 5		Mô hình 6		Mô hình 7	
	Beta	Robust S.E	Beta	Robust S.E	Beta	Robust S.E	Beta	Robust S.E	Beta	Robust S.E	Beta	Robust S.E	Beta	Robust S.E
Hệ số chặn	-5,25***	1,39	-4,81***	1,61	-4,92	1,62***	-4,72***	1,62	-4,06***	1,71	-3,94***	1,74	-4,20	1,77**
Nhóm yếu tố thương vụ:														
Relatedness	1,43***	0,28	1,29***	0,29	1,27***	0,29	1,24***	0,29	1,19***	0,30	1,20***	0,29	1,25***	0,29
Method of payment	1,01*	0,59	0,98*	0,57	0,98*	0,56	0,92	0,60	0,89	0,60	0,89	0,59	0,98*	0,58
Hostility	0,26	0,35	0,30	0,35	0,27	0,36	0,38	0,36	0,33	0,35	0,34	0,36	0,30	0,35
Percentage of toehold	0,72	0,69	0,76	0,72	0,69	0,73	1,09	0,76	0,94	0,73	0,94	0,73	0,68	0,72
Premium	-0,01	0,04	0,01	0,05	0,02	0,05	0,01	0,05	0,02	0,05	0,02	0,05	0,02	0,05
Log(Deal_value)	0,16**	0,07	0,16*	0,10	0,16	0,10	0,17*	0,10	0,17*	0,09	0,17*	0,10	0,15	0,10
Nhóm yếu tố DNMT:														
Log(Sales)			-0,03	0,10	-0,03	0,10	-0,05	0,10	-0,03	0,10	-0,04	0,10	-0,03	0,10
Tobin's Q			0,08	0,08	0,07	0,08	0,10	0,08	0,06	0,08	0,07	0,08	0,07	0,08
Điều kiện kinh tế vĩ mô:														
GDP growth					4,81	4,53								
Nguồn gốc hệ thống pháp luật doanh nghiệp:														
Common-law							0,50*	0,31						
Tính hiệu quả và lành mạnh của môi trường pháp luật:														
Efficiency of Judicial system									-0,08*	0,05				

Tính hợp lí trong chính sách bảo vệ nhà đầu tư:							
Shareholder protection						-0,20*	0,11
Mức độ tự do kinh tế:							
Capital control							-0,08 0,07
Số quan sát (N)	345	324	324	324	324	324	324
Giá trị Wald Chi bình phương	34,38***	30,22***	31,66***	32,43***	32,54***	33,13***	31,64***
Hệ số Pseudo R bình phương	0,09	0,08	0,08	0,09	0,09	0,09	0,08
Biến phụ thuộc là biến nhị phân Cross Border.							

Ý nghĩa thống kê: p-values *<0,10, **<0,05, và ***<0,01.

Nguồn: Kết quả thực nghiệm từ mẫu nghiên cứu.

4.2. Gợi ý chính sách

Đối với hoạt động quản trị doanh nghiệp:

Hoạt động MLDN là một xu thế phát triển mang tính tất yếu khách quan đòi hỏi các doanh nghiệp trong khu vực nói chung và VN nói riêng cần nghiên cứu để thích ứng và xem đây là một trong những giải pháp góp phần nâng cao năng lực cạnh tranh. Tuy nhiên, khi thực hiện thương vụ mua lại, cần xác định rõ mục đích của mình trong chiến lược phát triển dài hạn và nên tham khảo ý kiến của các chuyên gia, tổ chức tư vấn khi có đề xuất mua lại từ DNMT. Đặc biệt, kết quả nghiên cứu cho thấy các DNMT cần chú trọng yếu tố tương đồng trong lĩnh vực kinh doanh với DNMT (thường được gọi là mua lại theo chiều ngang). Ngoài ra, các DNMT cũng cần tham khảo ý kiến của các chuyên gia và tổ chức tư vấn trong việc định giá giá trị thương vụ cũng như phương thức thanh toán của mỗi thương vụ, từ đó góp phần gia tăng lợi ích cộng sinh và hạn chế rủi ro từ việc chấp nhận giá chào mua quá thấp từ DNMT.

Đối với công tác quản lý vĩ mô:

Trong khảo sát này, thông qua các văn bản pháp luật về mua bán - sáp nhập doanh nghiệp, tác giả nhận thấy cả 8 quốc gia trong nhóm nghiên cứu đều đã có những thay đổi mạnh mẽ trong cải cách thể chế cơ cấu và các chính sách mở cửa thị trường với quan điểm chủ đạo rằng sự tham gia của các doanh nghiệp nước ngoài là động lực cho sự phát triển thị trường nội địa. Đặc biệt, đối với các ngành, lĩnh vực đóng góp nguồn thu lớn trong GDP như tài chính ngân hàng, công nghiệp nặng, các quốc gia kể trên đã xây dựng các đề án tái cơ cấu ngành, hình thành các mô hình tập đoàn nội địa, tinh giản các doanh nghiệp yếu kém thông qua mua bán - sáp nhập, trong đó khuyến khích sự tham gia quản trị của các doanh nghiệp nước ngoài thông qua hình thức MLXBG. Chính nhờ những thay đổi này, các quốc gia kể trên đã giảm nhẹ sự tác động của các cuộc khủng hoảng giai đoạn 1997-1998 và 2008-2009. Đối với VN, để tạo hành lang pháp lý cho hoạt động MLDN, cần xây dựng một nền tảng pháp lý cơ bản thống nhất điều chỉnh hoạt động mua bán-sáp nhập doanh nghiệp. Một ví dụ điển hình là hiện nay hoạt động hợp nhất, sáp nhập, MLDN ở VN được quy định và điều chỉnh bởi quá nhiều văn bản quy phạm pháp luật khác nhau như Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư, Luật Cạnh tranh, Luật Chứng khoán; thậm chí trong lĩnh vực ngân hàng còn có thêm Luật các Tổ chức tín dụng và một thông tư liên quan. Chính sự phân tán trong nhiều văn bản quy phạm pháp luật đã gây khó khăn trong việc vận dụng. Chính vì vậy, việc sớm hoàn thiện văn bản pháp luật về hoạt động hợp nhất, sáp nhập, MLDN là điều kiện then chốt cho sự phát triển hoạt

động M&As tại VN. Một điều quan trọng nữa, khi xây dựng khung pháp lý, phải đảm bảo tính hiệu quả của môi trường pháp lý cũng như tính hợp lý trong các chính sách bảo vệ nhà đầu tư■

Ghi chú

- [1] Để sử dụng cấu trúc lệnh STATA liên quan đến hệ phương trình đồng thời (SEM – Simultaneous Equations Models), tham khảo Wiggins (2011), *Structural Equation Modeling for Those Who Think They Don't Care*, Tech. rep., Proceedings of the 211 UK Stata Users Group meeting. http://repec.org/usug2011/UK11_Wiggins.pdf
- [2] Kết quả này đồng nhất với kết quả của Danbolt (2004).
- [3] Kết quả này đồng nhất với kết quả của Rossi & Volpin (2004), Bhagat & cộng sự (2011).
- [4] Kết quả này không đồng nhất với kết quả của Rossi & Volpin (2004).
- [5] Kết quả này đồng nhất với kết quả của Rossi & Volpin (2004), Bhagat và cộng sự (2011).
- [6] Kết quả này đồng nhất với kết quả của Barbopoulos & cộng sự (2012).

Tài liệu tham khảo

- Aybar, B. & Ficici, A. (2009), “Cross-Border Acquisitions and Firm Value: An Analysis of Emerging-Market Multinationals”, *Journal of International Business Studies*, (40), 1317-1338.
- Barbopoulos, L., Paudyal, K. & Pescetto, G. (2012), “Legal Systems and Gains from Cross-Border Acquisitions”, *Journal of Business Research*, (65), 1301-1312.
- Bekaert, G. & Harvey, C. R. (2000), “Foreign Speculators and Emerging Equity Markets”, *The Journal of Finance*, (55), 565-613.
- Bertrand, O. & Zitouna, H. (2008), “Domestic Versus Cross-Border Acquisitions: Which Impact on the Target Firms' Performance?”, *Applied Economics*, (40), 2221-2238.
- Bhagat, S., Malhotra, S. & Zhu, P. (2011), “Emerging Country Cross-Border Acquisitions: Characteristics, Acquirer Returns and Cross-Sectional Determinants”, *Emerging Markets Review*, (12), 250-271.
- Bris, A. & Cabolis, C. (2008), “The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers”, *Review of Financial Studies*, (21), 605-648.
- Chari, A., Ouimet, P. & Tesar, L. L. (2004), *Cross Border Mergers and Acquisitions in Emerging Markets: The Stock Market Valuation of Corporate Control*, SSRN working paper.
- Chari, A., Ouimet, P. P. & Tesar, L. L. (2010), “The Value of Control in Emerging Markets”, *Review of Financial Studies*, (23), 1741-1770.
- Chernykh, L., Liebenberg, I. & Macias, A. (2010), *Changing Direction: Cross Border Acquisitions by Emerging Market Firms*, SSRN Working Paper Series.

- Danbolt, J. (2004), "Target Company Cross-Border Effects in Acquisitions into the UK", *European Financial Management*, (10), 83-108.
- Danbolt, J. & Maciver, G. (2012), "Cross-Border Versus Domestic Acquisitions and the Impact on Shareholder Wealth", *Journal of Business Finance & Accounting*, (39), 1028-1067.
- Graham, M., Martey, E. & Yawson, A. (2008), "Acquisitions from UK Firms into Emerging Markets", *Global Finance Journal*, (19), 56-71.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000), "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, (58), 3-27.
- Norton Rose Fulbright Group (2012), *M&A Law in Asia Pacific*, The United Kingdom.
- Reuer, J. J. & Koza, M. P. (2000), "Asymmetric Information and Joint Venture Performance: Theory and Evidence for Domestic and International Joint Ventures", *Strategic Management Journal*, (21), 81-88.
- Rossi, S. & Volpin, P. F. (2004), "Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, (74), 277-304.
- Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D. & Pisano, V. (2004), "Theoretical Foundations of Cross-Border Mergers and Acquisitions: A Review of Current Research and Recommendations for the Future", *Journal of International Management*, (10), 307-353.
- Song, S. I., Chu, E. Y. & Cheok, C. K. (2010), "Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions (CBMAs) Performance in Five East Asian Countries", *Science and Social Research (CSSR) - 2010 International Conference*.
- UNCTAD (2012), *World Investment Report 2012: Towards a New Generation of Investment Policies*, Geneva: United Nations.
- Zhu, P., Jog, V. & Otchere, I. (2011), "Partial Acquisitions in Emerging Markets: A Test of the Strategic Market Entry and Corporate Control Hypotheses", *Journal of Corporate Finance*, (17), 288-305.