

LỰA CHỌN HÌNH THỨC MUA LẠI TRONG THỊ TRƯỜNG M&A NGÀNH NGÂN HÀNG VIỆT NAM

Đặng Hữu Mẫn

*Trường Đại học Kinh tế Đà Nẵng, Đại học Đà Nẵng
Email: man.dang@due.edu.vn*

Hoàng Dương Việt Anh

*Trường Đại học Kinh tế Đà Nẵng, Đại học Đà Nẵng
Email: anhhdv@due.edu.vn*

Lê Thị Phương Uyên

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

Lê Thùy Dung

Trường Đại học Kinh tế Nghệ An

Ngày nhận: 24/9/2016

Ngày nhận bản sửa: 25/10/2016

Ngày duyệt đăng: 25/12/2016

Tóm tắt:

Sử dụng một mẫu các thương vụ sáp nhập và mua lại (M&As) trong ngành ngân hàng Việt Nam giai đoạn 2000-2013, kết quả nghiên cứu cho thấy vào thời điểm mua lại, ngân hàng mục tiêu có tình hình tài chính tốt bất kể hình thức mua lại nào. Kết quả nghiên cứu cũng đặt ra nghi vấn phải chăng các chương trình đối tác chiến lược giữa các ngân hàng nội địa Việt Nam và nước ngoài đang thật sự đi đúng hướng khi các thương vụ xuyên quốc gia không thực sự tạo ra giá trị cộng hưởng như kỳ vọng. Cuối cùng, nghiên cứu nhận thấy vai trò của yếu tố quản trị công ty, đặc biệt là chất lượng hội đồng quản trị trong quyết định lựa chọn hình thức mua lại của công ty thu tóm.

Từ khóa: Ngân hàng mục tiêu; Công ty thu tóm; Sáp nhập và mua lại; DID; Quản trị công ty

The choice between domestic and cross-border acquisitions in Vietnam's banking M&A market

Abstract:

Using a sample of Vietnamese banking-related takeovers in the period of 2000-2013, the empirical results of the study find that target banks have good-operating performance at the time of takeovers no matter what types of acquisitions. The paper also questions whether the strategic partnership programs between Vietnamese domestic banks and foreign partners are being run in the right way as cross-border deals have not created takeover synergies as expected. The study further confirms the importance of corporate governance, especially the board of directors in shaping the bidders' location decisions.

Keywords: Target bank; bidding firm; M&As; DID; corporate governance.

1. Giới thiệu

Vào cuối năm 1996 và đầu năm 1997, hệ thống ngân hàng Việt Nam bộc lộ nhiều dấu hiệu bất ổn. Sự tăng trưởng mạnh của hoạt động tín dụng tại các

ngân hàng Việt Nam đi kèm hệ thống kiểm soát và đánh giá rủi ro yếu kém trong quá khứ, cộng với những rắc rối tài chính ở các nước láng giềng như Thái Lan hay Philippines mà nguyên nhân chính là

cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á 1997-1998, đã đưa toàn bộ hệ thống ngân hàng đối mặt với rủi ro. Đây là lý do để những ngân hàng Việt Nam tham gia vào thị trường sáp nhập và mua lại (M&As).

Trong giai đoạn đầu (1997-2005), Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã thông qua nhiều Quyết định nhằm tổ chức lại các tổ chức tín dụng và khuyến khích các ngân hàng thương mại yếu sáp nhập hoặc được mua lại bởi tổ chức tín dụng khác. Trong giai đoạn thứ hai (2005-2011), các hoạt động M&As ngành ngân hàng Việt Nam tập trung vào việc phát hành cổ phiếu cho đối tác chiến lược bao gồm các ngân hàng nước ngoài hoặc tổ chức tín dụng trong nước cũng như các công ty phi tài chính để thu hút các nguồn lực tài chính. Đáng chú ý, trong giai đoạn này, làn sóng thu mua của các nhà đầu tư nước ngoài đối với các ngân hàng thương mại cổ phần Việt Nam diễn ra khá sôi nổi.

Một số nghiên cứu liên quan đến các thương vụ mua bán quốc tế đã được tiến hành. Phung & Troge (2014) đánh giá tác động của chương trình đối tác chiến lược nước ngoài đối với lợi nhuận của các ngân hàng Việt Nam và tìm thấy mối tương quan cùng chiều của những chương trình này với lợi nhuận ngân hàng. Yamaguchi (2011) cũng thực hiện nghiên cứu liên quan đến hoạt động M&As trong lĩnh vực ngân hàng Việt Nam mà nội dung xoay quanh việc tìm hiểu động cơ để các ngân hàng nước ngoài đổ tiền vào các ngân hàng tại Việt Nam. Kết quả chỉ ra rằng các đối tác nước ngoài có xu hướng đầu tư vào các ngân hàng có mạng lưới rộng lớn, thể hiện một chiến lược đầu tư dài hạn nhằm mở rộng thị phần.

Trong giai đoạn thứ ba 2011-2015, đề án tái cấu trúc giai đoạn 2011-2015 đã được thông qua nhằm tìm kiếm sự ổn định và lành mạnh hóa ngành ngân hàng Việt Nam. Trong giai đoạn này, các nghiên cứu được tập trung chủ yếu vào đề án tái cơ cấu ngành ngân hàng Việt Nam.

Trong bài báo này, nhóm tác giả tập trung nghiên cứu hai hình thức của M&As, mua lại nội địa và mua lại xuyên biên giới, vốn chưa được nghiên cứu trong thị trường M&As Việt Nam. Thông qua việc khảo sát một loạt các chỉ tiêu tài chính, mục tiêu chính của bài viết là nghiên cứu sự ảnh hưởng của hai hình thức thu mua đến hiệu quả hoạt động của các ngân hàng mục tiêu, từ đó phát hiện các đặc điểm và động cơ thúc đẩy của mỗi loại hình đầu tư chiến lược này. Cuối cùng, bài viết cố gắng nêu bật bằng chứng về

ảnh hưởng của quản trị công ty đến sự lựa chọn hình thức mua lại của các công ty thu mua trên thị trường M&As ngành ngân hàng Việt Nam. Cụ thể, nghiên cứu này trả lời ba câu hỏi chính:

(1) Động cơ của các thương vụ thu mua nội địa hoặc xuyên quốc gia?

(2) Các thương vụ thu mua có cải thiện kết quả kinh doanh của các ngân hàng hay không?

(3) Có mối quan hệ nào giữa hoạt động quản trị của ngân hàng với quyết định lựa chọn hình thức mua lại của công ty thu mua?

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

2.1. Động cơ lựa chọn hình thức mua lại

Trong cơ sở học thuật hiện tại, nhiều nghiên cứu tập trung tìm hiểu động cơ của việc lựa chọn hình thức mua lại (mua lại nội địa và mua lại xuyên biên giới). Kết quả chỉ ra rằng các công ty mục tiêu có tình hình tài chính kém thường dễ bị mua lại nội địa¹. Focarelli & cộng sự (2002), Bertrand & Zitouna (2008), Hannan & Pilloff (2009), Starks & Wei (2013) cho rằng các công ty thu mua nội địa về cơ bản có lợi thế thông tin, lợi thế mạng lưới và thị trường hơn các công ty thu mua nước ngoài, do đó việc mua lại các đối tác nội địa có tình hình tài chính không tốt sẽ khả thi hơn so với các đối tác nước ngoài. Trong khi đó, các công ty thu mua nước ngoài thông qua mua lại xuyên biên giới² để tìm kiếm các công ty mục tiêu có kết quả tài chính tốt khi thâm nhập vào một thị trường mới. Lanine & Vennet (2007), Hernando & cộng sự (2009), Leuz & cộng sự (2009), Zhu & cộng sự (2011) giải thích rằng với mạng lưới phân phối lớn, danh tiếng tốt, nguồn nhân lực chất lượng cao và các điều kiện tài chính mạnh sẽ giúp hỗ trợ các công ty thu mua thích nghi tốt hơn trong môi trường mới. Ye (2014) còn nhấn mạnh rằng, do bởi sự bất đối xứng thông tin (về tiêu chuẩn kế toán, văn hóa, sự khác biệt pháp lý), các công ty thu mua nước ngoài thường tìm kiếm các công ty mục tiêu hoạt động tốt để dễ dàng định giá, tính toán giá trị cộng hưởng và đề xuất mức giá mua lại hợp lý.

Trong lĩnh vực ngân hàng, các ngân hàng hoạt động yếu kém có thể là đối tượng hấp dẫn của các thương vụ thu mua nhờ vào tiềm năng lớn hơn trong việc gia tăng kết quả kinh doanh và hiệu ứng cộng sinh. Thật vậy, nghiên cứu của Amel & Rhoades (1989), Hannan & Pilloff (2007), cho rằng ngân hàng có thu nhập thấp, có các khoản vay với rủi ro cao, dễ bị thu mua hơn vì nó cho phép công

ty thu tóm tối đa hóa hiệu ứng cộng sinh chỉ với mức chi phí bỏ ra thấp. Ngoài ra, Lanine & Vennet (2007) cũng tìm thấy mối quan hệ nghịch chiều giữa tỷ lệ vốn trên tổng tài sản của ngân hàng và khả năng trở thành mục tiêu mua lại. Tuy nhiên, các nghiên cứu đã có vẫn chưa cung cấp bằng chứng rõ ràng về động cơ của các thương vụ thu tóm nội địa hoặc xuyên quốc gia. Dựa trên tổng quan lý thuyết hiện có, nhóm nghiên cứu đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết H1: Vào thời điểm mua lại, ngân hàng mục tiêu có tình hình tài chính kém thường được mua lại nội địa, trong khi các ngân hàng có kết quả kinh doanh tốt được mua bởi các công ty thu tóm nước ngoài.

2.2. Giá trị cộng hưởng tạo ra dưới mỗi hình thức mua lại

Hernando & cộng sự (2009) nhận thấy, ngược với mua lại nội địa vốn làm tăng hiệu quả hoạt động của công ty mục tiêu so với giai đoạn trước khi bị mua lại, kết quả tài chính của công ty mục tiêu dưới hình thức mua lại xuyên quốc gia là không thay đổi hoặc thay đổi thấp hơn mua lại nội địa. Điều này là do các đối tác nước ngoài đã lựa chọn các công ty mục tiêu có kết quả kinh doanh khả quan tại thời điểm thông báo thương vụ mua lại nên giá trị cộng hưởng được tạo ra ở hình thức mua lại xuyên quốc gia sẽ không bằng so với hình thức mua lại nội địa. Nghiên cứu của Starks & Wei (2013) ủng hộ quan điểm này và giải thích rằng nguyên nhân bắt nguồn từ sự chênh lệch trong mức độ phát triển tài chính và cơ chế quản trị công ty giữa hai quốc gia ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị cộng hưởng sau mua lại.

Trong lĩnh vực ngân hàng, Rhoades (1998), Focarelli & cộng sự (2002) nhận thấy, sau khi được mua lại, lợi nhuận của các ngân hàng được nâng lên nhờ vào việc cải thiện chính sách cho vay từ tái cơ cấu danh mục cho vay của ngân hàng mục tiêu, dẫn đến mức lãi lớn hơn. Akhigbe & cộng sự (2004), Hannan & Pilloff (2007), giải thích rằng thông qua việc chuyển giao quyền điều hành hoặc sự hiện diện của cổ đông chiến lược, việc mua lại một phần vốn cho phép ngân hàng mục tiêu thay thế đội ngũ quản lý yếu kém bằng một hội đồng quản trị, ban điều hành tốt hơn, nhờ đó tăng hiệu quả quản lý, giảm đáng kể chi phí hoạt động, khiến các ngân hàng mục tiêu có thể hoạt động hiệu quả hơn sau khi được thu tóm. Tuy nhiên, các nghiên cứu đã có vẫn chưa trả lời câu hỏi liệu các thương vụ thu tóm dưới các

hình thức khác nhau có cải thiện kết quả kinh doanh của các ngân hàng hay không? Dựa trên tổng quan thực nghiệm hiện có, nhóm nghiên cứu đặt ra giả thuyết rằng:

Giả thuyết H2: Ngân hàng mục tiêu cải thiện đáng kể kết quả tài chính dưới thương vụ mua lại nội địa, trong khi hình thức mua lại xuyên quốc gia khó có khả năng tạo ra giá trị cộng hưởng.

2.3. Cấu trúc quản trị công ty và quyết định lựa chọn hình thức mua lại

Leuz & cộng sự (2009), Kim & cộng sự (2011), nhận thấy công ty thu tóm nước ngoài thường tìm kiếm các công ty có chất lượng quản trị tốt, giúp họ dễ dàng chuyển giao cơ chế quản trị tối ưu hơn, từ đó dự báo được giá trị cộng hưởng chính xác. Tuy vậy, trong lĩnh vực ngân hàng, thực tế có khá ít nghiên cứu tìm hiểu về mối quan hệ giữa cấu trúc quản trị ngân hàng và quyết định lựa chọn hình thức mua lại. Theo Cotter & cộng sự (1997), Bange & Mazzeo (2004), một khi cơ chế kiểm soát nội bộ của một công ty bị phá vỡ do sự hoạt động yếu kém của hội đồng quản trị, công ty rất dễ trở thành mục tiêu của thương vụ thu tóm. Kết hợp với những luận cứ trong phần 2.1, nghiên cứu giả định rằng:

Giả thuyết H3: Ngân hàng mục tiêu trong thương vụ nội địa có cấu trúc quản trị kém hơn ngân hàng mục tiêu trong thương vụ xuyên quốc gia.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Dữ liệu trong bài nghiên cứu này được thu thập từ các cơ sở dữ liệu có uy tín cao, cụ thể: (1) Thông tin về ngày thông báo thương vụ và các đặc điểm của thương vụ được thu thập từ Thomson Reuters SDC Platinum; (2) Dữ liệu kết quả tài chính và giá cổ phiếu thu thập từ các cơ sở dữ liệu Bankscope và cophieu68.com; và (3) Đặc điểm quản trị của ngân hàng mục tiêu được lấy từ báo cáo thường niên của năm tài chính kết thúc trước ngày công bố thương vụ và được thu thập từ cơ sở dữ liệu Thomson One Investment Banker. Sau khi loại bỏ các thương vụ mà ngân hàng mục tiêu không có dữ liệu trong các cơ sở dữ liệu đã đề cập, bài viết đã nghiên cứu 45 thương vụ mua lại ngân hàng mục tiêu trong giai đoạn 2000-2013, gồm cả mua lại nội địa và xuyên biên giới.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

3.2.1. Phương pháp *Difference-in-Differences (DID)*

Dựa trên nghiên cứu của Bertrand & Zitouna (2008), Zhu & cộng sự (2011), nhóm tác giả sử dụng phương pháp DID để nghiên cứu sự tác động của sự kiện M&As đến hoạt động của ngân hàng mục tiêu sau khi bị thu tóm. Theo đó, tác động của thương vụ được tính theo công thức như sau:

$$DID_i = (y_{i,T=1}^1 - y_{i,T=1}^0) - (y_{i,T=0}^1 - y_{i,T=0}^0) \quad (1)$$

Trong đó, $y_{i,T=1}^1$ và $y_{i,T=1}^0$ lần lượt là các đặc tính tài chính của ngân hàng mục tiêu sau và trước năm có thương vụ. $y_{i,T=0}^1$ và $y_{i,T=0}^0$ lần lượt là các đặc tính tài chính của ngân hàng kiểm soát (ngân hàng không có thương vụ) sau và trước năm có thương vụ.

Như vậy, giá trị DID được tính toán bằng cách (1) trước hết, tính giá trị chênh lệch trong đặc tính tài chính của lần lượt nhóm ngân hàng mục tiêu và nhóm ngân hàng kiểm soát sau và trước năm có thương vụ; (2) tính giá trị chênh lệch giữa hai nhóm ngân hàng.

3.2.2. Phương pháp Matching

Theo Dehejia & Wahba (2002), phương pháp DID có thể cung cấp giá trị ước lượng thiên lệch nếu nhóm kiểm soát (trong bài báo này là các ngân hàng kiểm soát) không thực sự có cùng quy mô và các đặc tính giống nhóm các ngân hàng mục tiêu. Để xử lý vấn đề này, nhóm nghiên cứu sử dụng phương pháp Matching (ghép đôi) để ghép một ngân hàng mục tiêu với một ngân hàng kiểm soát (trong nhóm mẫu các ngân hàng không có thương vụ) có cùng quy mô tài sản tương ứng với năm có thương vụ (One-to-One Matching).

3.3.3. Mô hình hồi quy Logistic

Trong nghiên cứu này, nhóm nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy Logistic để kiểm tra mối tương quan giữa cấu trúc quản trị của ngân hàng mục tiêu và quyết định lựa chọn hình thức mua lại của công ty thu tóm. Phương trình có dạng như sau:

$$\begin{aligned} \text{Prob}(\text{CROSSBORDER} = 1) = & \beta_0 + \beta_1 \\ & \text{STRONGBOARD} + \beta_2 \text{CEOPOWER} + \beta_3 \\ & \text{BLOCK} + \beta_4 \text{CONTROLS} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

Trong đó, biến phụ thuộc *CROSSBORDER* là biến nhị phân, nhận giá trị bằng 1 nếu một thương vụ xuyên biên giới được mua lại, và bằng 0 nếu thương vụ nội địa được mua lại. Các biến độc lập của mô hình gồm có:³

STRONGBOARD: Biến này được sử dụng để phản ánh chất lượng hội đồng quản trị của ngân hàng mục tiêu. Dựa trên Bange và Mazzeo (2004), nhóm nghiên cứu xây dựng một chỉ số hội đồng

quản trị mạnh được tính bằng tổng ba biến nhị phân: *DBSIZE*, *DINDIR* và *DFEDIR*. Giá trị tối đa cho chỉ số hội đồng quản trị mạnh là 3, và chỉ số càng cao đại diện cho hội đồng quản trị càng mạnh.

CEOPOWER: Biến này được sử dụng để phản ánh sức mạnh của CEO của ngân hàng mục tiêu. Dựa trên Pathan (2009), nhóm nghiên cứu xây dựng một chỉ số quyền lực CEO được tính bằng tổng ba biến nhị phân: *CEOTENURE*, *CEOINTER*, và *CEOOWN*. Giá trị tối đa cho chỉ số quyền lực CEO là 3, và chỉ số càng cao đại diện cho quyền lực CEO càng mạnh.

BLOCK: Biến này được sử dụng để đo lường mức độ nắm giữ vốn của cổ đông lớn trong ngân hàng mục tiêu. Dựa trên Cronqvist & Fahlenbrach (2009), nhóm nghiên cứu sử dụng biến liên tục phần trăm cổ phiếu nắm giữ bởi những cổ đông chính (bằng hoặc lớn hơn 5% tổng số cổ phần của ngân hàng mục tiêu) trước các thương vụ mua lại.

CONTROLS: Nhóm các biến kiểm soát, gồm có (1) Các biến đặc điểm của thương vụ, như *RELATED*, *TOEHOLD*, *CASH*, và *FRIENDLY* (Faccio & Masulis, 2005); (2) Các biến nội tại của ngân hàng mục tiêu (được báo cáo vào năm tài chính gần nhất kết thúc trước thời điểm xảy ra thương vụ), như: Tổng tài sản (*SIZE*), tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản trung bình (*ROAA*), rủi ro tín dụng (*LLR*), rủi ro thanh khoản (*CTA*) (Pathan, 2009).

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Mô tả mẫu nghiên cứu

Bảng 1 mô tả các thông số thống kê của các thương vụ trong ngành ngân hàng, trong đó giá trị trung bình của các thương vụ là 148.8 triệu USD, mua lại trung bình khoảng 37% vốn của các ngân hàng mục tiêu Việt Nam. Ngoài ra, không có sự chênh lệch quá lớn về số lượng các công ty thu tóm quốc tế và nội địa, với hơn một nửa là mua lại trong cùng ngành và dưới 5% là các thương vụ thu tóm mang tính thù địch. Trong Bảng 2, kết quả cho thấy giá trị của các thương vụ xuyên quốc gia cao hơn hẳn thương vụ nội địa (193.34 triệu USD so với 98.69 triệu USD), mặc dù tỷ lệ sở hữu vốn thấp hơn nhiều (12.88% so với 65.57%). Các công ty thu tóm nước ngoài cũng thường lựa chọn các đối tác cùng ngành ngân hàng và thanh toán bằng tiền mặt hơn các công ty thu tóm nội địa.

4.2. Giai đoạn trước khi bị mua lại

Bảng 3 mô tả tình hình tài chính của các ngân

Bảng 1. Đặc điểm của các thương vụ mua lại ngân hàng ở Việt Nam giai đoạn 2000-2013

Số lượng thương vụ	Giá trị thương vụ (Triệu đô)			% sở hữu vốn			Mua cùng ngành (%)	Mua từ đối tác nước ngoài (%)	Mua bằng tiền mặt (%)	% sở hữu tại thời điểm mua lại (%)	Mua lại thù địch (%)
	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max					
45	148.80	6.41	742.34	36.83	8.50	100	55.56	48.89	17.78	8.89	04.11

Nguồn: SDC Platinum

Bảng 2. Đặc điểm của các thương vụ theo hình thức mua lại

Loại	Số lượng thương vụ	Giá trị thương vụ (Triệu đô)			% sở hữu vốn			Mua cùng ngành (%)	Mua bằng tiền mặt (%)	% sở hữu tại thời điểm mua lại (%)	Mua lại thù địch (%)
		Mean	Min	Max	Mean	Min	Max				
Nội địa	23	98.69	6.41	248	65.57	9.61	100	36	37.50	25	02.14
Xuyên quốc gia	22	193.34	15.71	742.34	12.88	8.50	20	64	62.50	75	01.25

Nguồn: SDC Platinum

hàng mục tiêu trong nhóm mua lại xuyên quốc gia giai đoạn trước thương vụ. Sử dụng các kiểm định *t-test* và *z-test*, kết quả ở Bảng 3 cho thấy đối với các thương vụ mua lại xuyên quốc gia, ngân hàng bị thu tóm thường có tỷ suất lợi nhuận (*ROAA*), tỷ lệ lãi cận biên (*NIM*) và tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản (*ETA*), cao hơn so với nhóm ngân hàng kiểm soát trong giai đoạn trước thương vụ. Kết quả này ủng hộ giả thuyết H1 rằng ngân hàng mục tiêu dưới hình thức mua lại xuyên biên giới có kết quả tài chính tốt hơn so với ngân hàng kiểm soát. Tương tự, kết quả ở Bảng 4 cho thấy ngân hàng bị thu tóm nội địa có tỷ lệ lãi cận biên (*NIM*) và tỷ lệ tiền mặt trên

tổng tài sản (*CTA*), cao hơn so với nhóm ngân hàng kiểm soát. Điều này không bền vững với giả thuyết rằng ngân hàng mục tiêu dưới hình thức mua lại nội địa có kết quả tài chính xấu hơn so với ngân hàng kiểm soát. Như vậy, kết quả phân tích giai đoạn tiền mua lại cho thấy các ngân hàng mục tiêu ở Việt Nam có tình hình tài chính tốt tại thời điểm M&As. Điều này có khả năng rằng những ngân hàng hoạt động tốt là những ngân hàng tiên phong trong việc tìm kiếm các đối tác mua lại.

4.3. Giai đoạn sau khi bị mua lại

Phần này tìm hiểu về những thay đổi trong tình

Bảng 3. Đặc điểm tài chính của nhóm thương vụ mua lại xuyên quốc gia giai đoạn trước khi bị mua lại

Biến	Nhóm ngân hàng mục tiêu				Nhóm ngân hàng kiểm soát				Kiểm định chênh lệch	
	N	Mean	Med	SD	N	Mean	Med	SD	<i>t-test</i>	<i>z-test</i>
ETA	22	0.141	0.134	0.024	22	0.129	0.117	0.015	1.824*	0.855
CTI	22	0.337	0.410	0.090	22	0.314	0.409	0.140	0.156	0.071
ROAA	22	0.012	0.007	0.004	22	0.006	0.005	0.002	2.141**	1.103
NIM	22	0.031	0.028	0.008	22	0.024	0.023	0.008	1.922*	1.661*
LLR	22	0.016	0.009	0.007	22	0.015	0.009	0.006	0.564	0.241
CTA	20	0.131	0.095	0.081	22	0.131	0.092	0.079	0.311	0.562
CAR	17	0.167	0.153	0.090	22	0.158	0.150	0.109	0.094	0.442
LTD	22	0.711	0.695	0.104	22	0.652	0.621	0.080	1.214	0.863

Ghi chú: Kí hiệu *, ** để chỉ mức ý nghĩa lần lượt tại 10%, 5%

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 4. Đặc điểm tài chính của nhóm thương vụ mua lại nội địa giai đoạn trước khi bị mua lại

Biến	Nhóm ngân hàng mục tiêu				Nhóm ngân hàng kiểm soát				Kiểm định chênh lệch	
	N	Mean	Med	SD	N	Mean	Med	SD	t-test	z-test
ETA	23	0.137	0.132	0.017	23	0.134	0.127	0.014	1.247	0.695
CTI	23	0.318	0.415	0.090	23	0.342	0.494	0.112	-0.377	-1.524
ROAA	23	0.011	0.008	0.005	23	0.012	0.006	0.002	-0.634	1.009
NIM	23	0.027	0.025	0.005	23	0.019	0.018	0.005	1.883*	1.674*
LLR	23	0.018	0.011	0.009	23	0.018	0.009	0.004	0.075	0.215
CTA	23	0.128	0.112	0.091	23	0.117	0.096	0.080	2.041**	1.224
CAR	19	0.158	0.152	0.110	23	0.155	0.150	0.009	0.633	0.825
LTD	23	0.704	0.685	0.102	23	0.695	0.643	0.121	1.527	0.993

Ghi chú: Kí hiệu *, ** để chỉ mức ý nghĩa lần lượt tại 10%, 5%

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 5. Giá trị DID các thông số tài chính của các ngân hàng mục tiêu sau khi được mua lại

Biến	N	Mean	Med	SD	t-test	z-test
DID-ETA	27	0.019	0.017	0.065	1.479	1.441
DID-CTI	27	0.039	0.060	0.239	0.849	1.538
DID-ROAA	27	-0.003	-0.003	0.021	-0.868	-2.162**
DID-NIM	27	0.000	-0.001	0.015	0.132	-0.120
DID-LLR	26	-0.002	0.000	0.012	-0.864	-0.089
DID-CTA	24	-0.034	-0.037	0.125	-1.332	-1.200
DID-CAR	10	0.020	0.031	0.099	0.635	0.561
DID-LTD	27	-0.052	0.003	0.342	-0.783	0.000

Ghi chú: Kí hiệu ** chỉ mức ý nghĩa 5%

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

hình tài chính của ngân hàng mục tiêu một năm sau khi bị mua lại. Chúng tôi tính toán giá trị DID cho nhiều chỉ tiêu tài chính khác nhau, gồm có các chỉ tiêu phản ánh mức lợi nhuận (ROAA và NIM), hiệu quả chi phí (CTI), quy mô vốn chủ sở hữu (ETA và CAR), chất lượng tài sản (LLR), và khả năng thanh khoản (CTA and LTD). Có thể nhận thấy số lượng quan sát các biến giảm với nguyên nhân chính là do

một số ngân hàng bị thu tóm 100% vốn cổ phần nên không có báo cáo tài chính sau sáp nhập.

Trước hết, Bảng 5 mô tả kết quả kiểm định giá trị DID cho toàn bộ mẫu các ngân hàng mục tiêu. Kết quả cho thấy trong khi ngân hàng mục tiêu chứng kiến sự suy giảm nhẹ trong kết quả kinh doanh khi giá trị trung vị của ROAA giảm khoảng 0.3% trong năm đầu tiên sau thương vụ, không có nhiều thay

Bảng 6. Giá trị DID các thông số tài chính của các ngân hàng mục tiêu sau khi được mua lại xuyên quốc gia

Biến	N	Mean	Median	SD	t-test	z-test
DID-ETA	15	0.014	-0.001	0.046	1.172	0.795
DID-CTI	15	0.065	0.049	0.171	1.473	1.477
DID-ROAA	15	-0.005	-0.003	0.008	-2.178 **	-1.761*
DID-NIM	15	-0.002	-0.001	0.008	-1.085	-0.683
DID-LLR	14	-0.002	0.000	0.011	-0.646	-0.094
DID-CTA	15	-0.042	-0.024	0.151	-1.081	-0.909
DID-CAR	6	0.063	0.049	0.094	1.624	1.363
DID-LTD	15	-0.072	0.003	0.402	-0.692	0.341

Ghi chú: Kí hiệu ** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa 5% và 10%

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 7. Giá trị DID các thông số tài chính của các ngân hàng mục tiêu sau khi được mua lại nội địa

Biến	N	Mean	Median	SD	t-test	z-test
DID-ETA	12	0.011	0.024	0.075	0.474	0.711
DID-CTI	12	0.034	0.095	0.309	0.362	1.156
DID-ROAA	12	-0.003	-0.003	0.032	-0.269	-1.600
DID-NIM	12	0.002	-0.001	0.020	0.334	-0.089
DID-LLR	12	-0.004	0.000	0.013	-1.022	-0.533
DID-CTA	9	-0.022	-0.050	0.075	-0.828	-1.120
DID-CAR	4	-0.044	-0.035	0.073	-1.221	-1.095
DID-LTD	12	-0.047	-0.012	0.266	-0.588	-0.622

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

đôi trong các chỉ số tài chính khác giai đoạn hậu thu tóm.

Trong Bảng 6 và Bảng 7, nhóm nghiên cứu kiểm định giá trị DID của các ngân hàng mục tiêu phân theo hình thức mua lại. Kết quả ở Bảng 6 cho thấy mức lợi nhuận của các ngân hàng mục tiêu giảm đáng kể với tỷ lệ *ROAA* giảm khoảng 0.5% một năm sau khi bị mua lại xuyên quốc gia. Trong khi đó, kết quả ở Bảng 7 không chỉ ra sự thay đổi đáng kể giá trị DID của các chỉ tiêu tài chính trong các ngân hàng mục tiêu được mua lại nội địa. Những kết quả này ủng hộ một phần giả thuyết H2 rằng hình thức mua lại xuyên quốc gia khó có khả năng tạo ra giá trị cộng hưởng.

Trong Bảng 8, nhóm nghiên cứu kiểm định chênh lệch giữa các thông số mô tả cho các đặc tính quản trị trong các ngân hàng mục tiêu phân theo hình thức mua lại. Bảng 8 cho thấy chất lượng hội đồng quản trị (thể hiện qua chỉ số *STRONGBOARD*) của các ngân hàng mục tiêu nội địa là mạnh hơn các ngân hàng được mua lại dưới hình thức xuyên quốc gia. Kết quả này về cơ bản không ủng hộ giả thuyết H2 và do đó, đề nghị rằng các công ty thu tóm nước ngoài khi vào thị trường M&As ngành ngân hàng Việt Nam có xu hướng tìm kiếm các ngân hàng mục tiêu có tình hình tài chính khả quan những vẫn đảm bảo chất lượng quản trị công ty không mạnh, để họ

có thể chuyển giao cơ chế quản trị tối ưu hơn ứng dụng vào các đối tác mục tiêu. Trong khi đó, các công ty thu tóm nội địa với lợi thế về mặt thông tin, văn hóa và thị trường, có xu hướng lựa chọn các ngân hàng với tình hình tài chính lành mạnh và cơ chế quản trị tốt.

Bảng 9 báo cáo kết quả thực nghiệm về tác động của cấu trúc quản trị ngân hàng mục tiêu đến quyết định lựa chọn hình thức mua lại của công ty thu tóm. Kết quả cho thấy hệ số của biến *STRONGBOARD* trong mô hình kết hợp là dương và có ý nghĩa thống kê. Tương tự, với kết quả trong Bảng 8, nghiên cứu nhận thấy trong các thương vụ M&As ngành ngân hàng Việt Nam, công ty thu tóm nước ngoài có xu hướng mua lại những ngân hàng có cấu trúc quản trị kém, trong khi các công ty thu tóm nội địa thường lựa chọn các ngân hàng mục tiêu có cấu trúc quản trị tốt.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

Ở Việt Nam, hoạt động sáp nhập và mua lại khởi động từ năm 2000 và gia tăng nhanh chóng về số lượng và giá trị các thương vụ. Thống kê từ SDC Platinum cho thấy các giao dịch M&A năm sau đã gấp 5-6 lần năm trước về tổng giá trị và gấp 2-3 lần về số lượng. Trong bối cảnh Việt Nam đã là thành viên của tất cả các tổ chức quốc tế lớn như Tổ chức Thương mại Thế giới WTO, cộng đồng kinh tế

Bảng 8. Cấu trúc quản trị ngân hàng dưới các hình thức mua lại

Biến	Mua lại xuyên biên giới				Mua lại nội địa				Chênh lệch	
	N	Mean	Med	SD	N	Mean	Med	SD	t-test	z-test
STRONGBOARD	22	0.667	1	0.736	23	1.230	1	0.815	2.782***	2.608***
CEOPOWER	22	1.354	1	1.141	23	1.153	1	1.007	-0.698	-0.650
BLOCK	22	0.884	1	0.908	23	0.727	1	0.882	-0.605	-0.610

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 9. Mối quan hệ giữa cấu trúc quản trị ngân hàng và hình thức mua lại

Biến	1	2	3	4
STRONGBOARD	-0.776 (0.49)			-1.284** (0.65)
CEOPOWER		-0.041 (0.30)		-0.496 (0.46)
BLOCK			-0.070 (0.57)	-0.636 (0.67)
TOEHOLD	21.214** (8.83)	21.521** (11.46)	19.528 (12.88)	24.740** (11.96)
FRIENDLY	1.904** (0.79)	2.069** (0.81)	1.797** (0.78)	1.709 (1.06)
CASH	0.790 (0.86)	0.223 (0.78)	0.881 (0.86)	-1.156 (1.06)
RELATED	1.268* (0.71)	1.362* (0.71)	1.112 (0.88)	0.879 (1.01)
SIZE	-0.300 (0.45)	-0.753 (0.47)	-0.773 (0.55)	-0.374 (0.66)
ROAA	79.884 (66.72)	97.985 (69.72)	113.122 (101.34)	156.920 (98.93)
LLR	-13.822 (54.13)	52.722 (51.53)	41.261 (62.91)	11.599 (71.65)
CTA	-6.523 (8.56)	-8.129 (9.03)	-9.335 (13.77)	-3.828 (12.84)
<i>N</i>	45	45	45	45
Pseudo R²	0.388	0.359	0.358	0.415
Wald χ^2	39.07***	24.19***	20.37***	31.81***

Ghi chú: Thống kê z được tính thông qua việc sử dụng sai số chuẩn heterosced consistent standard errors, trong đó sai số chuẩn được thể hiện trong dấu ngoặc đơn.

** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

ASEAN,... và đã tham gia, ký kết, đàm phán tổng cộng 15 hiệp định thương mại tự do (FTA) trong đó có các FTA quan trọng như Hiệp định đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP), Hiệp định đối tác toàn diện khu vực (RCEP)... Việc tham gia, thực thi các hiệp định thương mại tự do tạo ra những cơ hội và thách thức mới cho cộng đồng doanh nghiệp Việt Nam và hứa hẹn một sự bùng nổ các thương vụ M&A trong thời gian đến.

Một trong những vấn đề mấu chốt cần nắm vững khi nghiên cứu về M&A là tìm hiểu nguyên nhân lựa chọn các hình thức M&A (M&A nội địa và M&A xuyên quốc gia) có ý nghĩa lớn đối với Việt Nam. Nói cách khác, trong những năm qua, bên cạnh các đối tác chiến lược nước ngoài, các công ty Việt Nam, trong đó có các công ty thuộc khối tư nhân, chủ động đóng vai trò là công ty đi đầu. Việc tìm hiểu động cơ của xu thế này mang tính cấp thiết cao. Nắm vững được động cơ này sẽ giúp các doanh nghiệp Việt Nam lựa chọn được các đối tác thân

thiện, tránh được các thương vụ thù địch. Điều này càng trở nên quan trọng xét trong mối quan hệ với hoạt động quản trị công ty, giúp cải thiện hoạt động doanh nghiệp, tăng cường khả năng chống đỡ với rủi ro, tăng giá trị bền vững cho doanh nghiệp, đặc biệt khi Việt Nam ngày càng hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế toàn cầu.

Nghiên cứu của nhóm tác giả tập trung vào ngành ngân hàng ở Việt Nam và trước hết chỉ ra rằng các ngân hàng mục tiêu ở Việt Nam có tình hình tài chính tốt tại thời điểm thông báo thương vụ M&As. Điều này cho thấy các ngân hàng hoạt động tốt thường đi tiên phong trong việc tìm kiếm các đối tác mua lại, nhằm mục tiêu giữ vững và tiếp tục mở rộng thị phần, nâng cao chất lượng quản trị. Mặc dù vậy, nhóm tác giả cũng nhận thấy các thương vụ mua lại không thật sự tạo ra giá trị tăng thêm cho ngân hàng mục tiêu, thậm chí còn phản tác dụng dưới hình thức mua lại xuyên quốc gia. Điều này đặt ra vấn đề phải chăng các chương trình đối tác chiến lược giữa các

ngân hàng nội địa Việt Nam và nước ngoài đang thật sự đi đúng hướng.

Cuối cùng, nghiên cứu nhận thấy vai trò của yếu tố quản trị công ty, đặc biệt là chất lượng hội đồng quản trị trong quyết định lựa chọn hình thức mua lại của công ty thu tóm nói riêng và sự phát triển của ngành ngân hàng nói chung. Trong bối cảnh hội nhập sâu rộng như hiện nay, mỗi ngân hàng cần chủ

động nâng cao cơ chế quản trị công ty để tạo ra một hệ thống các thiết chế, chính sách, luật lệ nhằm định hướng, vận hành và kiểm soát ngân hàng; giải quyết tốt các mối quan hệ giữa nhiều bên, không chỉ trong nội bộ ngân hàng mà còn những bên có lợi ích liên quan bên ngoài; từ đó tạo ra một cơ chế phòng vệ trước các đối tác thu tóm không mong muốn.

Phụ lục

Biến	Mô tả biến và nguồn số liệu
<i>CROSSBORDER</i>	Biến nhị phân, nhận giá trị bằng 1 nếu một thương vụ xuyên biên giới được mua lại, và bằng 0 nếu thương vụ nội địa được mua lại (Nguồn: SDC Platinum)
<i>BSIZE</i>	Số lượng thành viên trong Hội đồng quản trị (Nguồn: Báo cáo thường niên)
<i>DBSIZE</i>	Biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu số lượng thành viên trong Hội đồng quản trị nhỏ hơn giá trị trung vị số lượng thành viên trong hội đồng quản trị của mẫu và nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại
<i>INDIR</i>	Số thành viên giữ vị trí giám đốc độc lập trong Hội đồng quản trị (Nguồn: Báo cáo thường niên)
<i>DINDIR</i>	Biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu số thành viên giữ vị trí giám đốc độc lập trong Hội đồng quản trị lớn hơn giá trị trung vị của mẫu và nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại
<i>FEDIR</i>	Số lượng thành viên nữ trong Hội đồng quản trị (Nguồn: Báo cáo thường niên)
<i>DFEDIR</i>	Biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu số lượng thành viên nữ trong Hội đồng quản trị lớn hơn giá trị trung vị của mẫu và nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại
<i>STRONGBOARD</i>	Biến này thể hiện chỉ số Hội đồng quản trị mạnh, và được tính bằng tổng ba biến nhị phân: <i>DBSIZE</i> , <i>DINDIR</i> và <i>DFEDIR</i> . Giá trị tối đa cho chỉ số hội đồng quản trị mạnh là 3, và chỉ số càng cao đại diện cho Hội đồng quản trị càng mạnh
<i>CEOTENURE</i>	Thời gian giữ vị trí giám đốc điều hành (năm) của CEO (Nguồn: Báo cáo thường niên)
<i>DCEOTENURE</i>	Biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu thời gian giữ vị trí giám đốc điều hành của CEO lớn hơn giá trị trung vị của mẫu và nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại
<i>CEOINTER</i>	Biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu CEO cũng nằm trong Hội đồng quản trị và nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại (Nguồn: Báo cáo thường niên)
<i>CEOOWN</i>	Biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu tỉ lệ sở hữu cổ phần của CEO lớn hơn hoặc bằng 1%, và nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại (Nguồn: Báo cáo thường niên)
<i>CEOPOWER</i>	Biến này thể hiện chỉ số quyền lực của CEO và được tính bằng tổng ba biến nhị phân: <i>CEOTENURE</i> , <i>CEOINTER</i> , và <i>CEOOWN</i> . Giá trị tối đa cho chỉ số quyền lực CEO là 3, và chỉ số càng cao đại diện cho quyền lực CEO càng mạnh.
<i>LSHARE</i>	Số lượng cổ đông lớn của ngân hàng mục tiêu (nắm giữ từ 5% vốn cổ phần trở lên) (Nguồn: Báo cáo thường niên)
<i>BLOCK</i>	% cổ phần của ngân hàng mục tiêu được nắm giữ bởi các cổ đông lớn (Nguồn: Báo cáo thường niên)
<i>CAR</i>	Hệ số an toàn vốn tối thiểu (Vốn tự có/ Tổng tài sản có rủi ro) (Nguồn: Bankscope)
<i>CTA</i>	Tỷ lệ Tiền mặt và các khoản tương đương tiền mặt/ Tổng tài sản (Nguồn: Bankscope)
<i>CTI</i>	Tỷ lệ Chi phí hoạt động/ Doanh thu hoạt động (Nguồn: Bankscope)
<i>ETA</i>	Tỷ lệ Tổng vốn chủ sở hữu/ Tổng tài sản (Nguồn: Bankscope)
<i>LLR</i>	Tỷ lệ Dự phòng rủi ro tín dụng/ Tổng dư nợ (Nguồn: Bankscope)
<i>LTD</i>	Tỷ lệ Dư nợ tín dụng/Tiền gửi (Nguồn: Bankscope)
<i>NIM</i>	Tỷ lệ Lãi cận biên (Tỷ lệ Thu nhập từ lãi/ Tổng tài sản sinh lời) (Nguồn: Bankscope)
<i>ROAA</i>	Tỷ lệ Lợi nhuận ròng trước thuế/ Tổng tài sản trung bình (Nguồn: Bankscope)
<i>SIZE</i>	Logarit tự nhiên của tổng tài sản (Nguồn: Bankscope)
<i>RELATED</i>	Biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu ngân hàng mục tiêu và công ty thu tóm hoạt động trong cùng một lĩnh vực, và nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại (Nguồn: SDC Platinum)
<i>CASH</i>	Biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu thương vụ được thanh toán bằng tiền mặt, và nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại (Nguồn: SDC Platinum), và nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại (Nguồn: SDC Platinum)
<i>TOEHOLD</i>	% vốn cổ phần tại ngân hàng mục tiêu mà công ty thu tóm đã nắm giữ tại thời điểm thương vụ (Nguồn: SDC Platinum)
<i>FRIENDLY</i>	Biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu thương vụ mang tính thân thiện, và nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại (Nguồn: SDC Platinum)

Ghi chú:

1. Mua lại nội địa: là hình thức mà công ty thu tóm và công ty mục tiêu đều có cùng một quốc tịch.
2. Mua lại xuyên biên giới: là hình thức mà công ty thu tóm đến từ một quốc gia khác quốc tịch với công ty mục tiêu.
3. Xem định nghĩa và cách tính toán các biến trong phần Phụ lục.

Tài liệu tham khảo

- Akhigbe, A., Madura, J. & Whyte A.M. (2004), 'Partial Anticipation and the Gains to Bank Merger Targets', *Journal of Financial Services Research*, 26, 55-71.
- Amel, D.F. & Rhoades, S.A. (1989), 'Empirical Evidence on the Motives for Bank Mergers', *Eastern Economic Journal*, 15, 17-27
- Bange, M.M. & Mazzeo, M.A. (2004), 'Board composition, board effectiveness, and the observed form of takeover bids', *Review of Financial Studies*, 17, 1185-1215.
- Bertrand, O. & Zitouna, H. (2008), 'Domestic versus cross-border acquisitions: which impact on the target firms' performance?', *Applied Economics*, 40, 2221-2238.
- Cotter, J.F., Shivdasani, A. & Zenner, M. (1997), 'Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers?', *Journal of Financial Economics*, 43, 195-218.
- Cronqvist, H. & Fahlenbrach, R. (2009), 'Large shareholders and corporate policies', *Review of Financial Studies*, 22, 3941-3976.
- Dehejia, R.H. & Wahba, S. (2002), 'Propensity score-matching methods for nonexperimental causal studies', *Review of Economics and Statistics*, 84, 151-161.
- Faccio, M. & Masulis, R.W. (2005), 'The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions', *The Journal of Finance*, 60, 1345-88.
- Focarelli, D., Panetta, F. & Salleo, C. (2002), 'Why do banks merge?', *Journal of Money Credit and Banking*, 34(4), 1047-1066.
- Hannan, T.H. & Pilloff, S.J. (2009), 'Acquisition targets and motives in the banking industry', *Journal of Money, Credit and Banking*, 41, 1167-1187.
- Hernando, I., Nieto, M.J. & Wall, L.D. (2009), 'Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union', *Journal of Banking and Finance*, 33, 1022-1032.
- Kim, W., Sung, T. & Wei, S.J. (2011), 'Does corporate governance risk at home affect investment choices abroad?', *Journal of International Economics*, 85, 25-41.
- Lanine, G. & Vennet, R.V. (2007), 'Microeconomic Determinants of Acquisitions of Eastern European Banks by Western European Banks', *Economics of Transition*, 15(2), 285-308.
- Leuz, C., Lins, K.V. & Warnock, F.E. (2009), 'Do foreigners invest less in poorly governed firms?', *Review of Financial Studies*, 22, 3245-3285.
- Pathan, S. (2009), 'Strong boards, CEO power and bank risk-taking', *Journal of Banking & Finance*, 33(7), 1340-1350
- Phung, G. & Troge, M. (2015), 'Improving Efficiency of Emerging Market banks: A matter of Ownership, Control, or getting One' hands Dirty?', *Managing in Recovering Markets*, 327-342.
- Rhoades, S.A. (1998), 'The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers', *Journal of Banking & Finance*, 22(3), 273-291.
- Starks, L.T. & Wei, K.D. (2013), 'Cross-border mergers and differences in corporate governance', *International Review of Finance*, 13, 265-297.
- Yamaguchi, M. (2011), 'What drives strategic foreign bank investments in Vietnam?', *Bulletin of Graduate School of Social & Cultural System*, Yamagata University, 1-13.
- Ye, P. (2014), 'Does the disposition effect matter in corporate takeovers? Evidence from Institutional Investors of target companies', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49, 221-248.
- Zhu, P.C., Jog, V. & Otchere, I.K. (2011), 'Partial acquisitions in emerging markets: A test of the strategic market entry and corporate control hypotheses', *Journal of Corporate Finance*, 17, 288-305.