

MÔI TRƯỜNG THỂ CHẾ QUỐC GIA VÀ LỢI TỨC CỔ PHIẾU TRONG CÁC THƯƠNG VỤ SÁP NHẬP VÀ MUA LẠI: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI CÁC QUỐC GIA ĐÔNG VÀ ĐÔNG NAM Á

Hoàng Dương Việt Anh

Khoa Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế Đà Nẵng, Đại học Đà Nẵng

Email: anhhdv@due.edu.vn

Đặng Hữu Mẫn

Trường Đại học Kinh tế Đà Nẵng, Đại học Đà Nẵng.

Email: man.dang@due.edu.vn

Ngày nhận: 15/8/2017

Ngày nhận bản sửa: 28/8/2017

Ngày duyệt đăng: 25/9/2017

Tóm tắt:

Bài báo nghiên cứu ảnh hưởng của môi trường thể chế quốc gia đến lợi tức cổ phiếu của các doanh nghiệp mục tiêu trong hoạt động mua lại doanh nghiệp dựa trên một mẫu tất cả các thương vụ tại 8 nước Đông và Đông Nam Á, trong giai đoạn 14 năm từ 2000 đến 2013. Thông qua việc sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện và hồi quy chéo, bài báo cho thấy chất lượng điều hành của chính phủ, mức độ bảo vệ nhà đầu tư, mức độ tự do di chuyển vốn, thuế thu nhập doanh nghiệp và tỷ giá hối đoái là những yếu tố quyết định đến lợi tức của các công ty mục tiêu. Cụ thể, các cổ đông của các công ty mục tiêu có xu hướng nhận được lợi tức lớn hơn nếu các công ty mục tiêu hoạt động ở các quốc gia có chất lượng điều hành của chính phủ cao hơn, mức độ bảo vệ nhà đầu tư mạnh hơn, ít kiểm soát di chuyển vốn, thuế thu nhập doanh nghiệp thấp hơn và giá trị tiền tệ cao hơn so với quốc gia của công ty đầu tư. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu khẳng định vai trò quan trọng của môi trường thể chế của quốc gia nhận đầu tư là một trong những yếu tố quyết định đến lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu thay vì sự khác biệt trong môi trường thể chế giữa quốc gia tiếp nhận và quốc gia chủ đầu tư.

Từ khóa: Công ty mục tiêu; công ty đầu tư; sáp nhập và mua lại; lợi tức bất thường tích lũy; môi trường thể chế

Institutional Environments and Target Firms' Returns in Mergers & Acquisitions: Empirical Study in East and Southeast Asian Countries

Abstract:

This study examines the effects of cross-country characteristics on target firm shareholders' returns using a comprehensive sample of deals in eight East and Southeast Asian countries over the period from 2000 to 2013. Employing event-study approach and cross-sectional regression analysis, the results show that country-level government quality, investor protection, capital controls, corporate tax rates, and exchange rate are important determinants of target firms' returns. Specifically, target firms experience higher returns when they are located in countries with better government quality, stronger investor protection, weaker restrictions on capital controls, lower corporate tax rates, and stronger currency value relative to the bidder country. The paper further confirms that target countries' institutional environments are more important in support of target returns than the differences in institutional environments between the home and host countries.

Keywords: Target firm; bidding firm; M&A; CAR; institutional environments.

1. Giới thiệu

Trong cơ sở học thuật hiện tại, đa phần các nghiên cứu chỉ tập trung tìm hiểu động cơ của việc lựa chọn hình thức mua lại. Vì vậy, nghiên cứu này xem xét tác động của nhân tố thể chế và điều kiện kinh tế của quốc gia và sự khác biệt trong môi trường thể chế giữa quốc gia tiếp nhận và quốc gia đầu tư đến việc tạo lập giá trị của các công ty mục tiêu. Các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô và thể chế đối với hoạt động mua lại doanh nghiệp (Dewenter, 1995; Rossi & Volpin, 2004; Bris & Cabolis, 2008; Anderson & cộng sự, 2009; Baker & cộng sự, 2009; Marshall & Anderson, 2009; Bhagat & cộng sự, 2011; Barbopoulos & cộng sự, 2012). Tuy nhiên, những nghiên cứu này chưa thật sự cung cấp một bức tranh hoàn chỉnh về sự khác nhau giữa môi trường thể chế của quốc gia tiếp nhận và quốc gia chủ đầu tư có ảnh hưởng như thế nào đối với lợi tức cổ phiếu của các công ty mục tiêu. Nghiên cứu này đóng góp vào cơ sở lý luận hiện có bằng cách kết hợp và tính đến mối tương quan tiềm năng giữa các nhân tố thể chế và điều kiện kinh tế của quốc gia tiếp nhận và quốc gia chủ đầu tư, và ảnh hưởng của mối quan hệ này đến lợi tức của công ty mục tiêu.

So với các nghiên cứu hiện có, nghiên cứu của chúng tôi bổ sung và phát triển ở một số khía cạnh sau: Thứ nhất, không giống như các nghiên cứu của Rossi & Volpin (2004) và Bris & Cabolis (2008) chỉ kiểm tra sự tương quan giữa sự khác biệt trong luật pháp và hoạt động mua lại, nghiên cứu này sử dụng chỉ số tổng hợp (gồm 6 nhân tố) do Kaufmann & cộng sự (2009) đề xuất là biến đại diện cho chỉ số chất lượng điều hành của chính phủ để điều tra liệu có sự liên quan đáng kể giữa chất lượng điều hành của chính phủ và lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu. Thứ hai, đa phần những công trình hiện có chưa làm rõ sự khác biệt trong mức độ bảo vệ nhà đầu tư giữa quốc gia tiếp nhận và quốc gia chủ đầu tư ảnh hưởng đến lợi tức tại các công ty mục tiêu (Bris & Cabolis, 2008; Anderson & cộng sự, 2009; Marshall & Anderson, 2009). Nghiên cứu của chúng tôi tập trung phân tích mối quan hệ giữa sự chênh lệch thể chế giữa hai quốc gia và lợi tức từ các thương vụ tạo ra. Thứ ba, các nghiên cứu hiện tại khẳng định mức độ tự do di chuyển vốn của quốc gia tiếp nhận là một yếu tố quyết định quan trọng đến lợi tức của các công ty đầu tư thông qua việc mua bán xuyên biên giới (Baker & cộng sự, 2009; Barbopoulos & cộng sự, 2012). Tuy nhiên, các nghiên cứu này chưa trực

tiếp kiểm tra sự khác biệt về mức độ tự do di chuyển vốn giữa quốc gia tiếp nhận và quốc gia chủ đầu tư có tác động như thế nào đến lợi nhuận của công ty mục tiêu. Thứ tư, Norback & cộng sự (2009) và Bhagat & cộng sự (2011) đã cho thấy sự chênh lệch thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp giữa quốc gia tiếp nhận và quốc gia chủ đầu tư có thể ảnh hưởng đến lợi tức thu được của các công ty đầu tư. Tuy nhiên, bằng chứng về sự tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp đến lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu vẫn chưa rõ ràng, do đó nghiên cứu của chúng tôi trực tiếp kiểm định mối tương quan này. Cuối cùng, hầu hết các nghiên cứu hiện tại chỉ ra rằng sự tăng giá trị đồng tiền của quốc gia chủ đầu tư so với quốc gia tiếp nhận (hay sự sụt giảm giá trị của quốc gia tiếp nhận so với quốc gia chủ đầu tư) có thể làm tăng thành công của các thương vụ mua lại xuyên biên giới (Dewenter, 1995; Danbolt, 2004), tuy nhiên tác động của tỷ giá hối đoái đến lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu vẫn chưa rõ ràng (Dewenter, 1995; Danbolt, 2004). Nghiên cứu của chúng tôi kỳ vọng sẽ bổ sung thêm một bằng chứng mới tại các thị trường mới nổi.

Dựa vào những khoảng trống thực nghiệm kể trên, bài nghiên cứu thực nghiệm này kiểm tra các giả thuyết và các mô hình liên quan nhằm đóng góp những hiểu biết mới, từ đó cung cấp hàm ý chính sách cho các nhà đầu tư và các nhà hoạch định chính sách trong hoạt động sáp nhập và mua lại tại thị trường Đông và Đông Nam Á.

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra mối tương quan giữa luật pháp và chất lượng điều hành tại quốc gia chủ đầu tư và lợi tức thu được đối với các công ty đầu tư (Rossi & Volpin, 2004). Quan trọng hơn, Kuipers & cộng sự (2009) thấy rằng cổ đông của công ty đầu tư thu được lợi nhuận cao hơn khi luật pháp ở nước họ mạnh hơn và các công ty mục tiêu thu được lợi nhuận thấp hơn đáng kể. Tuy nhiên, hầu như chưa có nghiên cứu nào xem xét ảnh hưởng của chất lượng điều hành chính phủ của quốc gia tiếp nhận đến lợi tức của các công ty mục tiêu. Chúng tôi giả định rằng, chất lượng điều hành của chính phủ ở các quốc gia tiếp nhận tăng sẽ gia tăng lòng tin đầu tư và gia tăng cơ hội tăng trưởng cho các công ty đầu tư và giảm rủi ro đầu tư và do đó, các công ty đầu tư ở nước ngoài có thể sẵn sàng đặt giá mua cao hơn giá cổ phiếu trên thị trường, dẫn đến lợi tức cổ phiếu lớn hơn cho các cổ đông công ty mục tiêu.

Do vậy, chúng tôi xây dựng giả thuyết như sau:

Giả thuyết H1 - Tồn tại mối quan hệ thuận chiều giữa chất lượng điều hành chính phủ của quốc gia tiếp nhận và lợi tức cổ phiếu của các công ty mục tiêu.

Rossi & Volpin (2004), Starks & Wei (2013) đã nhận thấy sự tương quan cùng chiều giữa mức giá đề nghị mua cao hơn thị giá cổ phiếu trên thị trường được trả cho các công ty mục tiêu và mức độ bảo vệ nhà đầu tư tại quốc gia tiếp nhận. Theo đó, cơ chế bảo vệ cổ đông mạnh hơn ở quốc gia tiếp nhận sẽ làm giảm chi phí môi giới và chi phí vốn nói chung, và do đó khả năng làm tăng lợi tức thu được, dẫn đến mức giá mua cao hơn. Về lợi tức cổ phiếu của các công ty mục tiêu, Anderson & cộng sự (2009) và Marshall & Anderson (2009) nhận thấy khi các công ty mục tiêu hoạt động ở các nước có mức độ bảo vệ nhà đầu tư mạnh thì lợi tức cổ phiếu của những công ty này lớn hơn đáng kể so với các công ty mục tiêu ở các quốc gia có mức độ bảo vệ nhà đầu tư yếu kém. Quyền cổ đông mạnh hơn cũng sẽ cho phép các cổ đông tại các công ty mục tiêu có vai trò và ảnh hưởng lớn hơn đến kết quả mua lại, qua đó tạo điều kiện cho việc tìm kiếm giá trị gia tăng. Do vậy, bài báo đề xuất giả thuyết nghiên cứu tiếp theo như sau:

Giả thuyết H2 - Tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa mức độ bảo vệ nhà đầu tư của quốc gia tiếp nhận và lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu.

Baker & cộng sự (2009) và Barbopoulos & cộng sự (2012) nhận thấy các công ty đầu tư thu được lợi tức lớn hơn đáng kể từ việc mua lại các công ty mục tiêu hoạt động tại các quốc gia có mức độ kiểm soát dòng vốn chặt chẽ so với các thương vụ ở các quốc gia có kiểm soát vốn thấp. Theo đó, với việc tiếp quản các công ty mục tiêu ở các quốc gia có sự kiểm soát di chuyển vốn cao, các công ty đầu tư có thể sẽ hưởng lợi từ mức độ cạnh tranh thấp hơn vì việc xâm nhập vào các thị trường này có thể bị giới hạn và tốn kém. Mặt khác, việc mua bán ở các quốc gia có độ mở kinh tế cao hơn và mức độ tự do di chuyển vốn mạnh hơn có thể dẫn đến sự cạnh tranh nhiều hơn, và do đó các công ty mục tiêu sẽ yêu cầu các công ty đầu tư trả giá cao hơn, từ đó lợi tức lớn hơn cho các công ty mục tiêu. Vì vậy, chúng ta có thể đề xuất giả thuyết rằng:

Giả thuyết H3 - Tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa mức độ di chuyển vốn của quốc gia tiếp nhận và lợi tức của công ty mục tiêu.

Ở khía cạnh tác động của thuế thu nhập doanh

nh nghiệp, Servaes & Zenner (1994) nhận thấy thuế có liên quan chặt chẽ đến lợi tức của các công ty mục tiêu trong hình thức mua lại xuyên biên giới. Ngoài ra, các nghiên cứu trước đây cũng cho thấy các công ty mục tiêu có lợi tức cổ phiếu cao hơn khi sự khác biệt về thuế thu nhập doanh nghiệp giữa nước chủ nhà và các nước đầu tư là lớn (Norback & cộng sự, 2009). Vì lý do thuế, một công ty đầu tư nước ngoài sẽ phải trả giá cao hơn cho một công ty mục tiêu ở nước ngoài so với các đối tác trong nước. Theo đó, đối với những thương vụ mua bán ở các quốc gia có thuế suất thấp hơn, công ty đầu tư có nhiều khả năng trả giá mua cao hơn cho các công ty mục tiêu, điều này sẽ ảnh hưởng tích cực đến lợi tức của công ty mục tiêu. Do vậy, bài báo đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết H4 - Tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa mức thuế thu nhập công ty tại quốc gia tiếp nhận và lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu.

Về mối quan hệ giữa tỷ giá và lợi tức của các công ty mục tiêu, một số nghiên cứu nhận thấy các công ty mục tiêu trở nên hấp dẫn hơn khi đồng tiền của quốc gia tiếp nhận rẻ hơn so với quốc gia chủ đầu tư (Dewenter, 1995). Nói cách khác, khi đồng tiền của quốc gia chủ đầu tư mạnh hơn, công ty đầu tư sẽ có nhiều khả năng phải trả giá mức giá chào mua cao hơn, và do đó lợi tức thu được có thể cao hơn đối với các cổ đông của công ty mục tiêu. Dựa vào hàm ý cơ bản được thảo luận ở trên, chúng tôi giả thuyết rằng:

Giả thuyết H5 - Tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa giá trị đồng tiền của quốc gia tiếp nhận và lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Bài báo sử dụng cơ sở dữ liệu SDC Platinum để thu thập thông tin liên quan đến thương vụ sáp nhập và mua lại. SDC Platinum được xem là cơ sở dữ liệu chuẩn nhất thế giới, thống kê và lưu trữ hàng triệu thương vụ đầu tư toàn cầu từ năm 1990 trở lại. Dựa trên các nghiên cứu hiện có, chúng tôi chỉ tập trung vào các thương vụ kiểm soát, trong đó công ty đầu tư sở hữu dưới 50% cổ phiếu của công ty mục tiêu trước khi giao dịch và hơn 50% cổ phiếu sau khi giao dịch. Bên cạnh đó, mẫu chỉ bao gồm các giao dịch với giá trị thương vụ ít nhất là 1 triệu đô la Mỹ để tránh những ảnh hưởng của các giao dịch rất nhỏ. Ngoài ra, chúng tôi yêu cầu mẫu chỉ bao gồm các công ty mục tiêu là các công ty được

niêm yết và có dữ liệu về giá cổ phiếu và dữ liệu tài chính có sẵn trong DataStream, Thomson Reuters Worldscope hoặc cơ sở dữ liệu Mint Global. Ngoài ra, các thương vụ liên quan đến các ngành tài chính và bất động sản bị loại trừ khỏi mẫu do chúng hoạt động theo các quy định về báo cáo tài chính khác biệt. Bên cạnh đó, các biến được sử dụng làm đại diện cho môi trường thể chế của quốc gia chủ đầu tư và quốc gia tiếp nhận được lấy từ cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Thế giới, Báo cáo hàng năm của Tổ chức Tự do Kinh tế thế giới, công ty KPMG và từ các bộ dữ liệu của Djankov & cộng sự (2008) và Kaufmann & cộng sự (2009).

Trên cơ sở các yêu cầu mẫu ở trên, mẫu nghiên cứu cuối cùng bao gồm 469 quan sát liên quan đến các công ty mục tiêu tham gia vào thương vụ mua lại nội địa và 162 quan sát trong các thương vụ mua bán xuyên biên giới trong giai đoạn 2000- 2013. Bảng 1 thống kê mô tả mẫu theo quốc gia tiếp nhận. Kết quả nghiên cứu cho thấy các thương vụ nội địa chiếm đa số so với các thương vụ xuyên quốc gia. Một thương vụ nội địa có khoảng 21,11% khả năng cùng ngành, 67,59% khả năng thanh toán bằng tiền mặt và chỉ 10,45% được mua kiểu “thù địch”, thì các thương vụ xuyên quốc gia có giá trị cao hơn với

41,36%, 81,48%, và 13,58% lần lượt cho xác suất cùng ngành, thanh toán bằng tiền mặt, và mua kiểu “thù địch”. Ngoài ra, Hàn Quốc là quốc gia có số thương vụ nội địa cao nhất, trong khi đó các công ty mục tiêu của Singapore có xu hướng được mua lại nhiều nhất bởi các đối tác nước ngoài.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Bài báo sử dụng hai phương pháp kinh tế lượng khá phổ biến trong nghiên cứu dữ liệu chéo (*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, tỷ suất lợi tức kỳ vọng của cổ phiếu i vào ngày t được xác định từ mô hình thị trường chuẩn (*Standard market model*):

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

Bảng 1: Thống kê các thương vụ mua lại tại các quốc gia Đông và Đông Nam Á giai đoạn 2000-2013

Quốc gia tiếp nhận	Số lượng thương vụ	Giá trị thương vụ (Triệu đô, theo giá hiện hành)	% sở hữu tại thời điểm mua lại (%)	Mua cùng ngành (%)	Mua bằng tiền mặt (%)	Mua lại kiểu “thù địch” (%)
<i>Bảng A: Thương vụ nội địa</i>						
Hàn Quốc	124	30.836,67	45,97	24,19	61,29	7,26
Hồng Kông	108	11.210,13	47,22	10,19	85,19	15,74
Malaysia	73	25.453,78	53,42	17,81	68,49	9,59
Singapore	61	10.630,51	40,98	18,03	73,77	11,48
Thái Lan	40	15.270,86	47,50	22,50	67,50	12,50
Đài Loan	36	18.788,99	22,22	38,89	19,44	0,00
Indonesia	16	1.868,79	06,25	43,75	81,25	18,75
Philippines	11	2.125,78	18,18	36,36	63,64	9,09
Tổng, (TB)	469	116.185,52	(43,07)	(21,11)	(67,59)	(10,45)
<i>Bảng B: Thương vụ xuyên quốc gia</i>						
Singapore	42	19.370,48	45,24	42,86	90,48	9,52
Hồng Kông	26	33.297,63	61,54	26,92	76,92	15,38
Hàn Quốc	21	1.094,84	52,38	52,38	71,43	4,76
Malaysia	21	3.510,86	52,38	38,10	76,19	23,81
Indonesia	19	4.357,47	21,05	47,37	94,74	15,79
Thái Lan	14	2.649,72	57,14	42,86	92,86	28,57
Đài Loan	13	3.238,85	30,77	46,15	61,54	0,00
Philippines	6	586,48	50,00	33,33	66,67	16,67
Tổng, (TB)	162	68.106,34	(46,91)	(41,36)	(81,48)	(13,58)

Nguồn: Tính toán từ SDC Platinum

Trong đó, R_{mt} là tỷ 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 thể hiện 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 kỳ 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 kỳ 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 bài báo này, cách tiếp cận được đề xuất bởi Danbolt & Maciver (2012) sẽ được sử dụng. 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 kỳ vọng. Lưu ý ở đây mặc định $t=0$ là ngày thông báo sự kiện mua lại.

Phương pháp phân tích hồi quy chéo

Nghiên cứu này mở rộng các mô hình đã sử dụng trong các nghiên cứu trước đây, chẳng hạn Rossi & Volpin (2004) và Marshall & Anderson (2009), và bổ sung thêm vào các mô hình này bằng cách xem xét lợi tức của các công ty mục tiêu dựa trên môi trường thể chế của các quốc gia, đặc điểm công ty, và các đặc điểm cụ thể của thương vụ. Mô hình tổng thể thực nghiệm như sau:

$$CAR_{(-5,+5)} = \beta_0 + \beta_1 RELATED + \beta_2 CASH + \beta_3 HOSTILE + \beta_4 TOEHOLD + \beta_5 SHAREACQUIRED + \beta_6 SIZE + \beta_7 RELSIZE + \beta_8 TOBIN + \beta_9 LEVRG + \beta_{10} GDPGRT + \beta_{11} Z_t + \beta_{12} Z_b + \varepsilon \quad (5)$$

trong đó, $CAR_{(-5,+5)}$ biểu thị lợi nhuận bất thường tích lũy trong 11 ngày, từ ngày $t-5$ đến ngày $t+5$ xung quanh ngày thông báo mua lại. Z_t (Z_b) đại diện cho các biến môi trường thể chế quốc gia. Các chỉ số Z_t , Z_b tương ứng biểu thị cho quốc gia tiếp nhận và quốc gia chủ đầu tư. Các biến còn lại liên quan đến các đặc điểm của thương vụ và của công ty. Trong tất cả các ước lượng, biến giả quốc gia, năm, và ngành đều được đưa vào mô hình để kiểm soát ảnh hưởng cố định. Tham khảo Phụ lục về ý nghĩa các biến trong mô hình.

4. Kết quả và thảo luận

Bảng 2 trình bày kết quả của 6 mô hình hồi quy OLS từ phương trình (5). Mô hình (1) kiểm tra tác động của chất lượng chính phủ đến lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu. Hệ số của biến $GOVQUAL_t$ (beta coeff = 0,010 và $p < 0,00$) phù hợp với giả thuyết $H1$, cho thấy các công ty mục tiêu có lợi tức lớn hơn nếu họ hoạt động ở các quốc gia có chất lượng điều hành chính phủ tốt hơn.

Mô hình (2) đánh giá ảnh hưởng của mức độ bảo vệ nhà đầu tư đối với lợi tức cổ phiếu công ty mục tiêu. Hệ số của biến $INVPROTECT_t$ không có ý nghĩa thống kê và không hỗ trợ giả thuyết $H2$. Kết quả này cho thấy pháp luật bảo vệ nhà đầu tư không làm gia tăng lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu.

Mô hình (3) điều tra liệu có mối liên quan đáng kể giữa mức độ tự do di chuyển vốn và lợi tức cổ phiếu của các công ty mục tiêu. Hệ số của biến $ECOOPEN_t$ (beta coeff = 0,024 và $p < 0,05$) phù hợp với giả thuyết $H3$, ủng hộ quan điểm rằng mức độ kiểm soát vốn ở quốc gia tiếp nhận càng thấp, nên

kinh tế có độ “mở” càng cao thì lợi tức của công ty mục tiêu càng lớn.

Mô hình (4) nhận diện ảnh hưởng của việc thay đổi thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp đối với lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu. Hệ số của biến $TAXEFT_t$ (beta coeff = -0,898 và $p < 0,10$) ủng hộ giả thuyết $H4$. Theo đó, tồn tại mối liên quan nghịch

chiều giữa thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp áp dụng tại quốc gia tiếp nhận và lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu.

Mô hình (5) xem xét ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái giữa hai loại tiền tệ đối với lợi tức của công ty mục tiêu. Hệ số của biến $FOREXEFT$ (beta coeff = -0,167 và $p < 0,10$) là âm và có ý nghĩa ở mức 5%,

Bảng 2: Các nhân tố quyết định đến lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu

Variable	1	2	3	4	5	6
$GOVQUAL_t$	0,010** (0,00)					0,003 (0,01)
$GOVQUAL_b$	0,001 (0,00)					-0,010 (0,01)
$INVPROTECT_t$		0,027 (0,03)				0,002 (0,04)
$INVPROTECT_b$		-0,024 (0,02)				-0,024 (0,02)
$ECOOPEN_t$			0,024** (0,01)			0,012 (0,03)
$ECOOPEN_b$			0,016 (0,01)			0,036 (0,02)
$TAXEFT_t$				-0,898* (0,49)		-0,322 (1,20)
$TAXEFT_b$				0,223 (0,29)		0,190 (0,36)
$FOREXEFT$					-0,167* (0,10)	-0,168* (0,11)
$GDPGRT$	-0,078 (0,98)	0,408 (1,06)	-0,281 (0,99)	-0,042 (0,96)	0,686 (0,93)	0,059 (1,20)
$LEVRG$	-0,130 (0,12)	-0,131 (0,13)	-0,112 (0,11)	-0,124 (0,12)	-0,144 (0,13)	-0,117 (0,11)
$TOBIN$	0,121* (0,07)	0,111 (0,07)	0,111 (0,07)	0,115* (0,07)	0,124* (0,07)	0,112 (0,07)
$RELSIZE$	-0,047*** (0,01)	-0,043*** (0,01)	0,046*** (0,01)	-0,046*** (0,01)	-0,041*** (0,01)	-0,047*** (0,01)
$SIZE$	-0,010 (0,01)	-0,007 (0,01)	-0,010 (0,01)	-0,009 (0,01)	-0,003 (0,01)	-0,013 (0,01)
$SHAREACQUIRED$	0,019 (0,14)	0,043 (0,14)	0,037 (0,14)	0,015 (0,14)	0,016 (0,14)	0,036 (0,15)
$TOEHOLD$	0,028 (0,17)	0,057 (0,17)	0,045 (0,16)	0,042 (0,16)	0,042 (0,16)	0,033 (0,17)
$HOSTILE$	-0,006 (0,06)	-0,018 (0,07)	0,001 (0,06)	-0,007 (0,06)	-0,009 (0,07)	0,001 (0,07)
$CASH$	-0,012 (0,06)	-0,012 (0,05)	-0,010 (0,05)	-0,018 (0,06)	-0,016 (0,05)	-0,027 (0,06)
$RELATED$	-0,033 (0,04)	-0,040 (0,04)	-0,026 (0,03)	-0,038 (0,04)	-0,041 (0,04)	-0,021 (0,04)
Constant	0,392 (0,31)	0,370 (0,33)	0,139 (0,28)	0,582 (0,39)	0,377 (0,31)	0,265 (0,66)
Fixed effects	CYI	CYI	CYI	CYI	CYI	CYI
F ratio	2,490***	2,200***	2,580***	2,440***	2,340***	2,06***
Adjusted R^2	0,101	0,072	0,116	0,102	0,080	0,096
N	142	137	142	142	142	137

Ghi chú: Các mô hình được lựa chọn sau khi kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến. Ký hiệu ***, ** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Bảng 3: Các nhân tố quyết định đến lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu

Variable	1	2	3	4	5	6
$GOVQUAL_t$	0,014** (0,00)					-0,011 (0,02)
$(GOVQUAL)_{t-b}$	-0,003 (0,00)					0,008 (0,01)
$INVPROTECT_t$		0,035 (0,03)				0,015 (0,04)
$(INVPROTECT)_{t-b}$		0,025 (0,02)				0,033** (0,02)
$ECOOPEN_t$			0,042** (0,02)			0,059 (0,04)
$(ECOOPEN)_{t-b}$			-0,015 (0,01)			-0,033 (0,02)
$TAXEFT_t$				-1,189*** (0,49)		-0,142 (1,10)
$(TAXEFT)_{t-b}$				0,094 (0,20)		0,020 (0,30)
$FOREXEFT$					-0,283*** (0,10)	-0,268** (0,11)
$GDPGRT$	-0,282 (0,73)	-0,346 (0,81)	-0,225 (0,72)	-0,329 (0,77)	0,015 (0,70)	-0,507 (0,82)
$LEVRG$	-0,045 (0,10)	-0,036 (0,10)	-0,038 (0,09)	-0,036 (0,10)	-0,060 (0,10)	-0,035 (0,09)
$TOBIN$	0,089* (0,06)	0,098* (0,06)	0,078 (0,06)	0,087 (0,06)	0,105* (0,06)	0,109* (0,06)
$RELsize$	-0,033*** (0,01)	-0,031*** (0,01)	-0,033*** (0,01)	-0,032*** (0,01)	-0,028*** (0,01)	-0,038*** (0,01)
$SIZE$	-0,003 (0,01)	0,000 (0,01)	-0,003 (0,01)	-0,003 (0,01)	0,004 (0,01)	-0,008 (0,01)
$SHAREACQUIRED$	0,022 (0,12)	0,060 (0,12)	0,038 (0,12)	0,031 (0,13)	0,022 (0,12)	0,051 (0,12)
$TOEHOLD$	0,024 (0,16)	0,050 (0,17)	0,047 (0,15)	0,040 (0,16)	0,028 (0,15)	0,002 (0,16)
$HOSTILE$	0,022 (0,06)	0,008 (0,06)	0,020 (0,06)	0,017 (0,05)	0,028 (0,06)	0,023 (0,05)
$CASH$	0,005 (0,05)	0,007 (0,05)	0,001 (0,05)	-0,003 (0,05)	-0,008 (0,05)	-0,017 (0,05)
$RELATED$	-0,033 (0,03)	-0,039 (0,04)	-0,029 (0,03)	-0,030 (0,04)	-0,043 (0,04)	-0,021 (0,03)
Constant	0,084 (0,14)	-0,062 (0,16)	-0,127 (0,13)	0,426* (0,25)	0,101 (0,14)	-0,184 (0,49)
Fixed effects	CYI	CYI	CYI	CYI	CYI	CYI
F ratio	2,470***	2,037**	2,390***	2,530***	2,520***	2,210***
Adjusted R ²	0,085	0,077	0,109	0,087	0,069	0,179
N	142	137	142	142	142	137

Ghi chú: Các mô hình được lựa chọn sau khi kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến. Ký hiệu ***, ** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

không phù hợp với giả thuyết H5. Kết quả này cho thấy đồng tiền quốc gia tiếp nhận nâng giá so với đồng tiền quốc gia chủ đầu tư thì lợi tức thu về cho các công ty mục tiêu càng lớn.

Như vậy, các kết quả trên đã cho thấy, với các yếu tố khác không đổi và khi các nhân tố khác đều được kiểm soát trong mô hình thì các công ty mục tiêu sẽ

nhận được lợi ích lớn hơn nếu các công ty mục tiêu hoạt động tại các quốc gia có chất lượng chính phủ cao hơn, mức độ bảo vệ nhà đầu tư tốt hơn, mức độ tự do dịch chuyển vốn cao hơn, thuế thu nhập doanh nghiệp thấp hơn, và giá trị tiền tệ cao hơn. Cũng cần lưu ý rằng kết quả đối với các biến ở cấp độ quốc gia của công ty thu tóm không có ý nghĩa thống

kê ngoại trừ biến *INVPROTECT*. Điều này cho thấy môi trường thể chế của quốc gia tiếp nhận mới là nhân tố quyết định đến lợi tức cổ phiếu của các công ty mục tiêu.

Tiếp theo, chúng tôi nghiên cứu liệu sự chênh lệch trong chất lượng môi trường thể chế giữa quốc gia tiếp nhận và quốc gia chủ đầu tư (Z_{i-b}) có ảnh hưởng gì đến giá trị tăng thêm cho công ty mục tiêu? Bảng 3 cho thấy, ngoại trừ sự khác biệt về mức độ bảo vệ nhà đầu tư, không có bằng chứng về mối tương quan giữa lợi nhuận mục tiêu và sự khác biệt về các đặc điểm cấp quốc gia giữa quốc gia tiếp nhận và quốc gia chủ đầu tư. Tuy nhiên, Bảng 3 cho thấy dấu của các hệ số của các biến là đồng nhất với các kết quả được trình bày trong Bảng 2. Tóm lại, kết quả tổng hợp từ Bảng 2 và 3 đã cho thấy môi trường thể chế của các quốc gia tiếp nhận mới là yếu tố quyết định đến lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu thay vì sự khác nhau của môi trường thể chế giữa quốc gia tiếp nhận và quốc gia chủ đầu tư.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

Bài viết đã nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố thể chế và điều kiện kinh tế cấp quốc gia đến lợi tức cổ phiếu của các doanh nghiệp mục tiêu trong hoạt động mua lại doanh nghiệp dựa trên một mẫu tất cả các thương vụ tại 8 nước Đông và Đông Nam Á, trong giai đoạn 14 năm từ 2000 đến 2013. Kết quả cho thấy chất lượng điều hành của chính phủ, mức độ bảo vệ nhà đầu tư, mức độ tự do di chuyển

vốn, thuế thu nhập doanh nghiệp và tỷ giá hối đoái là những nhân tố quyết định quan trọng đến lợi tức của các công ty mục tiêu. Thật vậy, các cổ đông của các công ty mục tiêu có xu hướng nhận được lợi tức lớn hơn nếu các công ty mục tiêu hoạt động tại các quốc gia có chất lượng điều hành của chính phủ cao hơn, mức độ bảo vệ nhà đầu tư mạnh hơn, tự do di chuyển vốn cao hơn, thuế thu nhập doanh nghiệp thấp hơn và giá trị đồng tiền cao hơn so với quốc gia của công ty đầu tư.

Để mang lại lợi ích lớn hơn cho cổ đông tại các công ty mục tiêu, chính phủ các nước cần nâng cao chất lượng điều hành, tăng cường bảo vệ nhà đầu tư, hạn chế việc kiểm soát dịch chuyển vốn phi thị trường, duy trì tỷ lệ thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp thấp và hợp lý cũng như đảm bảo ổn định giá trị đồng tiền của quốc gia mình. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng khẳng định vai trò quan trọng của môi trường thể chế của quốc gia tiếp nhận đầu tư mới là nhân tố quyết định đến lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu thay vì sự khác biệt trong môi trường thể chế giữa quốc gia tiếp nhận và quốc gia chủ đầu tư. Kết quả này cung cấp thêm minh chứng về mối tương quan giữa thị trường nhân tố không hoàn hảo và giá trị cộng hưởng trong các thương vụ sáp nhập và mua lại, cũng như làm rõ tầm quan trọng của môi trường thể chế trong các quyết định đầu tư doanh nghiệp tại các thị trường mới nổi và đang phát triển.

PHỤ LỤC

Biến	Mô tả biến và nguồn số liệu
<i>GOVQUAL</i>	Biến đánh giá chất lượng điều hành của chính phủ. Biến này là giá trị tổng của 6 chỉ tiêu liên quan đến chất lượng điều hành của chính phủ, gồm Thượng tôn pháp luật, Chất lượng quy định, Sự ổn định chính trị và không có bạo lực, Hiệu quả của chính phủ, Tiếng nói và chất lượng trách nhiệm giải trình, và Kiểm soát tham nhũng (World Bank).
<i>INVPROTECT</i>	Biến đại diện cho mức độ bảo vệ nhà đầu tư, phản ánh hiệu quả của quyền bảo vệ cổ đông nhỏ đối với ban quản lý và giám đốc. Biến này có giá trị từ 0 đến 6 (Djankov & cộng sự, 2008).
<i>ECOOPEN</i>	Biến đánh giá mức độ di chuyển vốn trong một quốc gia. Bài báo sử dụng chỉ số kiểm soát vốn được báo cáo bởi Tổ chức Tự do Kinh tế Thế giới (Báo cáo Thường niên từ năm 2000 đến năm 2013). Chỉ số này dao động từ 1,4 (cho nền kinh tế có tự do di chuyển vốn ít nhất) đến 9,8 (đối với nền kinh tế có sự tự do di chuyển vốn cao nhất).
<i>TAXEFT</i>	Biến đo lường mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp. Biến này sử dụng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp của các quốc gia trong mẫu trong giai đoạn nghiên cứu (Norbäck & cộng sự, 2009, Bhagat & cộng sự, 2011).
<i>FOREXEFT</i>	Biến đo lường sự thay đổi tỷ giá hối đoái giữa hai loại tiền tệ (quốc gia đầu tư & quốc gia tiếp nhận). Biến được xây dựng bằng cách lấy tỷ giá hối đoái của quốc gia tiếp nhận so với đồng tiền của quốc gia chủ đầu tư trong năm thông báo trừ đi tỷ giá hối đoái trung bình trong suốt thời gian nghiên cứu, chia cho tỷ giá hối đoái trung bình trong suốt giai đoạn nghiên cứu (Burns và Liebenberg, 2011; Barbopoulos & cộng sự, 2012).
<i>GDPGRT</i>	GDP của quốc gia tiếp nhận trong năm tài chính gần nhất trước khi mua lại.
<i>GDP CPT</i>	GDP bình quân đầu người tính theo giá hiện hành (đô la Mỹ) trong năm tài chính gần nhất trước khi mua lại chia cho dân số, và chuyển đổi qua Logarit tự nhiên.
<i>COMLAW</i>	Biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu công ty sử dụng hệ thống pháp luật Common Law và nhận giá trị 0 cho trường hợp Civil Law.
<i>RELATED</i>	Biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu công ty mục tiêu và công ty thầu tóm hoạt động trong cùng một lĩnh vực, và nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại.
<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.
<i>HOSTILE</i>	Biến nhị phân, lấy giá trị 1 cho các giao dịch thù địch, và 0 cho việc tiếp quản thân thiện.
<i>TOEHOLD</i>	Tỉ lệ % vốn cổ phần tại doanh nghiệp mục tiêu mà nhà thầu đã sở hữu trước khi có thương vụ.
<i>SHAREACQUIRED</i>	Vốn cổ phần tại công ty mục tiêu được mua lại bởi công ty thầu tóm trong thương vụ.
<i>SIZE</i>	Tổng tài sản
<i>RELSIZE</i>	Giá trị giao dịch chia cho tổng tài sản của công ty thầu tóm.
<i>TOBIN</i>	Tổng vốn hóa thị trường chia cho tổng tài sản tương ứng.
<i>LEVRG</i>	Tổng nợ chia cho tổng tài sản.

Lời thừa nhận/cảm ơn:

Bài báo này thuộc Đề tài Khoa học & Công nghệ Cấp Đại học Đà Nẵng và được tài trợ bởi Quỹ Phát triển Khoa học & Công nghệ Đại học Đà Nẵng (mã số B2017-ĐN4-03).

Tài liệu tham khảo

- Anderson, H. D., Marshall, B. R. & Wales, R. (2009), 'What is the relationship between investor protection legislation and target takeover returns? Evidence from Europe', *Journal of Multinational Financial Management*, 19, 291-305.
- Baker, M., Foley, C. F. & Wurgler, J. (2009), 'Multinationals as Arbitrageurs: The effect of stock market valuations on foreign direct investment', *Review of Financial Studies*, 22, 337-369.
- Barbopoulos, L., Paudyal, K. & Pescetto, G. (2012), 'Legal systems and gains from cross-border acquisitions', *Journal of Business Research*, 65, 1301-1312.
- Bertrand, Z. & Zitouna (2008), 'Domestic versus cross-border acquisitions: Which impact on the target firms' performance?', *Applied Economics*, 40(17), 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., Brisley, N. & Cabolis, C. (2008), 'Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers', *Journal of Corporate Finance*, 14, 224-240.
- Burns, N. & Liebenberg, I. (2011), 'U.S. takeovers in foreign markets: Do they impact emerging and developed markets differently?', *Journal of Corporate Finance*, 17, 1028-1046.
- 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(7 & 8), 1028-1067.
- Dewenter, K. L. (1995), 'Do exchange rate changes drive foreign direct investment?', *Journal of Business*, 68, 405-433.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, A. (2008), 'The law and economics of self-dealing', *Journal of Financial Economics*, 88, 430-465.
- Kaufmann, D., Kraay, A. & Mastruzzi, M. (2009), 'Governance matters VIII: Aggregate and individual governance indicators 1996-2008', *World Bank Policy Research Working Paper* 4280.
- Kuipers, D. K., Miller, D., & Patel, A. (2009), 'The legal environment and corporate valuation: Evidence from cross-border takeovers', *International Review of Economics and Finance*, 18(4), 552-567.
- Marshall, B. R. & Anderson, H. D. (2009), 'Regulation and target takeover returns: Is there a link?', *Pacific-Basin Finance Journal*, 17, 395-412.
- Norbäck, P.-J., Persson, L. & Vlachos, J. (2009), 'Cross-border acquisitions and taxes: Efficiency and tax revenues', *Canadian Journal of Economics / Revue Canadienne D'economique*, 42, 1473-1500.
- Rossi, S. & Volpin, P. F. (2004), 'Cross-country determinants of mergers and acquisitions', *Journal of Financial Economics*, 74, 277-304.
- Servaes, H. & Zenner, M. (1994), 'Taxes and returns to foreign acquisitions in the United States', *Financial Management*, 23 (4), 42-56.
- Starks, L. T., & Wei, K. D. (2013), 'Cross-border mergers and differences in corporate governance', *International Review of Finance*, 13(3), 265-297.