

## ẢNH HƯỞNG CỦA CÔNG BỐ THÔNG TIN THẬU TÓM SÁP NHẬP LÊN SUẤT SINH LỢI CỔ PHIẾU CÔNG TY TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Thu Hiền, Lê Tường Luật

Trường Đại học Bách khoa, ĐHQG-HCM

(Bài nhận ngày 04 tháng 04 năm 2011, hoàn chỉnh sửa chữa ngày 11 tháng 09 năm 2011)

**TÓM TẮT:** Thâu tóm sáp nhập (TTSN) là một quyết định lớn của doanh nghiệp được thúc đẩy bằng nhiều động cơ khác nhau. Nghiên cứu này hướng đến việc nhận diện ra các động cơ của TTSN thông qua sử dụng nghiên cứu sự kiện. Mặc dù TTSN còn mới mẻ tại Việt Nam cũng như sự non trẻ của thị trường chứng khoán Việt Nam chưa cho phép nhìn thấy những bằng chứng mạnh mẽ, các kết quả của nghiên cứu cho phép rút ra một số kết luận chủ yếu về hoạt động TTSN. Dù có được thực hiện bởi động cơ nào, công ty mục tiêu cũng là đối tượng hưởng lợi từ các thương vụ. Đối với công ty thâu tóm, bằng chứng cho thấy các thương vụ TTSN tại Việt Nam có theo đuổi các động cơ bành trướng công ty, và có sự tồn tại vấn đề đại diện tại các công ty thâu tóm. Bằng chứng này ủng hộ các nghiên cứu của Mollers và ctg (2004) và Jensen (2004). Kết quả còn cho thấy có tồn tại vấn đề bất cân xứng thông tin và quản trị công ty tại các công ty thâu tóm, ủng hộ giả thuyết của Chang (1998). Ngoài ra, bằng chứng rút ra còn cho thấy thị trường không cho rằng giá trị hiệp lực là động cơ mà các thương vụ TTSN tại Việt Nam theo đuổi.

**Từ khóa:** Thâu tóm và sáp nhập, vấn đề đại diện, bất cân xứng thông tin, suất sinh lợi bất thường.

### 1. GIỚI THIỆU

Thâu tóm sáp nhập (merger and acquisition) là thuật ngữ được sử dụng chung cho hoạt động mua bán công ty (takeovers) có thể được thực hiện thông qua mua toàn bộ công ty (merger - sáp nhập) hoặc mua từng phần của công ty (acquisition - thâu tóm). Việc mua từng phần có thể được tiến hành bằng nhiều hình thức khác nhau, trong đó hình thức phổ biến là mua cổ phiếu thông thường (stock acquisition) và chào mua công khai (tender offer)<sup>1</sup>. Khác biệt giữa sáp nhập và mua từng phần đó là trong sáp nhập, công ty thâu tóm (acquirer hay acquiring company) tiếp cận trực tiếp với ban quản trị của công ty mục tiêu (target company) để thương thảo và mua toàn bộ công ty mục tiêu, trong khi mua từng phần được thực hiện giữa công ty thâu tóm với các cổ đông của công ty mục tiêu một cách riêng lẻ (Jensen, Ruback, 1983). Mục tiêu chung của thâu tóm sáp nhập (TTSN) là nhằm gia tăng mức độ kiểm soát của công ty thâu tóm đối với công ty mục tiêu

thông qua thay thế toàn bộ ban quản trị, hoặc thay thế một hoặc một vài vị trí quản trị của công ty mục tiêu. Lợi ích gia tăng kiểm soát nhìn chung là nhằm đến thực hiện các chiến lược giúp gia tăng giá trị cổ đông công ty thâu tóm, nhưng cũng không loại trừ khả năng là để thực hiện các động cơ phi giá trị khác. Mặc dù không phải tranh cãi về sự phát triển mạnh mẽ của hoạt động TTSN, động cơ và lợi ích thực sự đằng sau các thương vụ vẫn là một câu hỏi lớn không dễ được giải quyết.

Hoạt động TTSN tại Việt Nam đã có những bước đột phá quan trọng trong giai đoạn từ sau năm 2003 đến nay, trong đó số lượng và giá trị các thương vụ gia tăng mạnh mẽ. Số lượng giao dịch tăng lên từ mức trung bình là 30 cuộc TTSN mỗi năm trong giai đoạn 2003-2006, đến con số 108 cuộc TTSN trong năm 2007 với tổng giá trị giao dịch mua bán là 1,7 tỉ USD (chiếm khoảng gần 3% GDP năm 2007) và 295 cuộc TTSN trong năm 2009 với tổng giá trị giao dịch mua bán là hơn 1,1 tỉ USD<sup>2</sup>. Số cuộc TTSN nhiều hơn trong khi tổng giá trị TTSN thì lại thấp hơn đã cho thấy tính xã hội hóa của

<sup>1</sup> Theo Luật chứng khoán Việt Nam năm 2006, sửa đổi năm 2010, khi công ty thâu tóm thực hiện mua cổ phiếu làm nâng mức sở hữu sau khi mua lên đến mức từ 25% trở lên số cổ phiếu có quyền biểu quyết thì phải thực hiện chào mua công khai. Cũng theo Luật này, các cổ đông khi nắm giữ từ 5% trở lên số cổ phiếu có quyền biểu quyết thì phải thực hiện công bố thông tin về tỉ lệ nắm giữ cổ phiếu này.

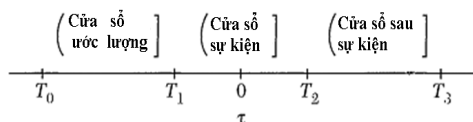
<sup>2</sup> "Pricewaterhousecoopers Việt Nam nhìn lại hoạt động mua bán & sáp nhập tại Việt Nam năm 2009" - PWC Việt Nam - ngày 19 tháng 01 năm 2010.

hoạt động TTSN. Vậy thị trường đón chào sự phát triển của hoạt động này như thế nào, các thương vụ TTSN đã tác động lên giá trị cổ đông các công ty tham gia như thế nào? Và liệu chẳng có thể nhận diện được các động cơ TTSN từ các tác động này? Các nghiên cứu về động cơ lợi ích TTSN trên thế giới sử dụng rất phổ biến phương pháp nghiên cứu sự kiện nhằm tìm hiểu tác động của thông tin TTSN lên các kỳ vọng của thị trường, từ đó nhận diện ra các động cơ đứng sau các thương vụ. Nghiên cứu này áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện nhằm lần đầu tiên sử dụng bộ dữ liệu các thương vụ TTSN tại Việt Nam trong giai đoạn 2003 đến 2010 nhằm nhận diện ra các mục tiêu, động cơ, lợi ích của các bên tham gia hoạt động TTSN tại thị trường các doanh nghiệp Việt Nam (corporate market).

**2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT**

**2.1 Phương pháp nghiên cứu sự kiện**

Các nghiên cứu sự kiện về TTSN hướng đến quan sát tác động lên giá cổ phiếu của thông tin TTSN bằng cách quan sát và đo lường suất sinh lợi (SSL) bất thường của cổ phiếu - là khác biệt giữa suất sinh lợi thực tế và suất sinh lợi kỳ vọng của cổ phiếu - trong cửa sổ sự kiện. Cửa sổ sự kiện (event window) có thể là ngày sự kiện hoặc ngày sự kiện cộng/trừ vài ngày, vài tuần, hoặc vài tháng. Việc xác định cửa sổ sự kiện dài hay ngắn phụ thuộc tính chất hiệu quả của thị trường. Tại các thị trường tài chính mới phát triển, thông tin có thể bị rò rỉ trước khi được công bố chính thức và tác động lên giá cổ phiếu trước ngày công bố chính thức. Do vậy tại các thị trường này, cửa sổ sự kiện nên được mở rộng ra để có thể bao quát được sự rò rỉ thông tin nếu có. Ngoài cửa sổ sự kiện, cửa sổ ước lượng (estimation window) được xác định nhằm ước lượng SSL kỳ vọng và cửa sổ sau sự kiện (post-event window) được xác định nhằm tiếp tục quan sát tác động dài hạn của sự kiện. Thứ tự các cửa sổ được trình bày trong hình sau:



SSL bất thường (SSLBT) là đối tượng quan sát, được ước lượng là sai lệch giữa SSL thực tế và SSL kỳ vọng, theo công thức:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_t) \tag{1}$$

Trong đó :  $AR_{it}$ ,  $R_{it}$ ,  $E(R_{it}|X_t)$  lần lượt là SSL bất thường, SSL thực tế và SSL kỳ vọng của chứng khoán  $i$  trong ngày  $t$ .  $X_t$  là thông tin sự kiện liên quan tới giá chứng khoán đang nghiên cứu. Suất sinh lợi kì vọng của chứng khoán  $i$  trong ngày  $t$  ( $E(R_{it}|X_t)$ ) được xác định là suất sinh lợi mong đợi nếu sự kiện không xảy ra. Theo MacKinlay (1997) có hai mô hình thông dụng được sử dụng để ước lượng SSL kỳ vọng, gồm *mô hình suất sinh lợi trung bình hằng số* (constant mean return model) với  $X_t$  là hằng số và *mô hình thị trường* (market model) với  $X_t$  là SSL thị trường. Giữa hai mô hình này, mô hình thị trường có xét đến tác động của điều kiện thị trường lên SSL của cổ phiếu do đó phương sai của suất sinh lợi bất thường trong mô hình này được giảm xuống. Nghiên cứu này do vậy sử dụng mô hình thị trường trong việc ước tính suất sinh lợi kì vọng của cổ phiếu. Để quan sát tác động của sự kiện trong suốt chiều dài của cửa sổ sự kiện, SSLBT lũy kế (CAR – cumulative abnormal return) được sử dụng. Cụ thể, SSLBT lũy kế  $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$  trong khoảng thời gian  $\tau_1$  đến  $\tau_2$  ( $T_1 < \tau_1 \leq \tau_2 \leq T_2$ ) được tính theo công thức sau.

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it} \tag{2}$$

Giá trị trung bình và phương sai của SSLBT lũy kế của  $N$  chứng khoán trong cửa sổ sự kiện lần lượt là:

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(\tau_1, \tau_2) \tag{3}$$

$$var[\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)] = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N (CAR_i(\tau_1, \tau_2) - \overline{CAR}(\tau_1, \tau_2))^2 \tag{4}$$

Giá trị kiểm định thống kê về mức ý nghĩa của SSLBT là:

$$t = \frac{\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)}{var(\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2))^{1/2}} \tag{5}$$

**2.2 Sử dụng nghiên cứu sự kiện trong kiểm chứng các giả thuyết về động cơ đầu tư sáp nhập**

Vì tính chất phức tạp của TTSN, hoạt động này có nhiều mục tiêu, động cơ khác nhau, và ở một chừng mực nào đó, phương pháp nghiên cứu sự kiện không hoàn toàn giúp nhận diện

được các mục tiêu cụ thể của TTSN. Tuy nhiên thông qua việc quan sát tác động của sự kiện TTSN lên SSL của cổ phiếu công ty mục tiêu và công ty đầu tư xung quanh những ngày sự kiện, thì nhìn chung nghiên cứu sự kiện có thể cho phép nhận diện và phân biệt giữa các động cơ giúp gia tăng giá trị và động cơ không nhằm mục đích gia tăng giá trị. Nội dung phần này liệt kê một số các nghiên cứu sự kiện về TTSN trên thế giới làm cơ sở để xây dựng các giả thiết kiểm chứng nhằm nhận diện các động cơ thực hiện TTSN tại Việt Nam.

Để nhận diện động cơ TTSN thông qua việc quan sát SSLBT, các nghiên cứu sự kiện thường tập trung quan sát SSLBT của công ty đầu tư quanh những ngày công bố sự kiện. Bởi vì cổ đông công ty mục tiêu được khuyến khích bán lại cổ phiếu của mình cho công ty đầu tư, do vậy họ thường nhận được giá chào mua cao hơn mức giá cân bằng của cổ phiếu, do vậy họ thường nhận được SSL cao hơn bình thường bất kể thương vụ đó có mục tiêu gì. Do vậy, thông tin về SSLBT của cổ đông công ty mục tiêu không đem lại nhiều thông tin giúp nhận diện các động cơ TTSN. Hầu hết các kết quả nghiên cứu trước đây đều tìm ra một kết quả chung và hầu như là thống nhất về SSL của công ty mục tiêu, đó là cổ đông công ty mục tiêu được hưởng SSL cao hơn bình thường, và SSL này tập trung vào giai đoạn trước khi có công bố sự kiện. Giả thiết sau được xây dựng về tác động thông tin TTSN đối với công ty mục tiêu.

*H1: Công ty mục tiêu hưởng SSLBT dương khi có công bố sự kiện TTSN.*

#### **Các động cơ gia tăng giá trị**

Nhìn chung TTSN được kỳ vọng sẽ đem lại nhiều giá trị cho các công ty tham gia thương vụ. Các giá trị chủ yếu mà TTSN được kỳ vọng đem lại là giá trị hợp lực (synergy) từ việc kết hợp các nguồn lực của hai công ty trong quá trình phát triển, là sức mạnh thị trường (market power) giúp gia tăng khả năng cạnh tranh nhờ kết hợp các dòng tiền nội bộ cho phép sử dụng hiệu quả hơn thị trường tài chính nội tại (internal financial market), gia tăng qui mô, cho phép kết hợp mở rộng các dòng sản phẩm, mở rộng phân phối, mở rộng thị trường khách hàng. Bradley, Desai và Kim (1988), đã tính toán được rằng tổng giá trị một thương vụ chào mua cổ phiếu đem lại giá trị cho cả 2 công ty là 7.4%. Đây là bằng chứng khẳng định giả thuyết

cho rằng TTSN giúp đem lại giá trị hợp lực (synergy) cho 2 công ty tham gia thương vụ. Giá trị tạo ra này không bị ảnh hưởng bởi điều kiện thị trường. Giá trị gia tăng nhờ hợp lực này tuy nhiên lại phân bổ không đồng đều giữa công ty mục tiêu và công ty đầu tư, cũng như là bị ảnh hưởng bởi mức độ cạnh tranh của thị trường TTSN. Cụ thể là công ty mục tiêu sẽ hưởng giá trị gia tăng nhiều hơn và công ty đầu tư sẽ hưởng giá trị gia tăng ít hơn nếu có nhiều công ty đầu tư muốn tham gia vào việc mua lại công ty mục tiêu. Sự cạnh tranh trên thị trường mua bán công ty sẽ gây sức ép giá khi có nhiều công ty đầu tư cùng nhắm đến một công ty mục tiêu. Do vậy, giả thiết sau được xây dựng.

*H2: Tổng SSLBT của cả hai công ty dương khi có công bố sự kiện TTSN.*

Chang (1998) đã kiểm tra SSL của công ty đầu tư vào thời điểm công bố thông tin đối với các thương vụ trong đó có công ty mục tiêu là công ty phi đại chúng. Ông tìm ra được rằng công ty đầu tư hưởng SSLBT dương trong giai đoạn công bố thông tin ngay cả đối với thương vụ thanh toán bằng cổ phiếu. Điều này trái với các nghiên cứu tìm thấy rằng công ty đầu tư có SSL thấp hơn bình thường khi đầu tư công ty đại chúng. Mặt khác nghiên cứu của Chang lại tìm thấy rằng khi chi trả bằng tiền mặt thì các công ty đầu tư lại không hưởng SSLBT dương. Giải thích cho hiện tượng này, Chang cho rằng việc công ty đầu tư (khi đầu tư các công ty mục tiêu phi đại chúng) nhận được SSL cao hơn kỳ vọng trong giai đoạn công bố thông tin là vì trong các thương vụ thanh toán bằng cổ phiếu, không có sự thay đổi thành phần cổ đông công ty mục tiêu, mà các cổ đông công ty mục tiêu đổi cổ phiếu công ty mình để nhận được cổ phiếu công ty đầu tư, do vậy thị trường kỳ vọng rằng thương vụ sẽ đem lại lợi ích nhờ sự tham gia của cổ đông công ty mục tiêu vào các hoạt động kiểm soát công ty đầu tư từ đó có thể giúp giảm được tình trạng bất cân xứng thông tin ở công ty đầu tư. Lợi ích này sẽ không được hưởng khi các công ty đầu tư thanh toán cho thương vụ mua bằng tiền mặt. Để kiểm chứng giả thuyết về bất cân xứng thông tin (information asymmetry) và quản trị công ty (corporate governance), giả thiết sau được xây dựng.

*H3: Trong thương vụ có công ty mục tiêu là công ty phi đại chúng và có tiền mặt là phương tiện thanh toán, công ty đầu tư không hưởng SSLBT dương.*

Trong một nghiên cứu dữ liệu TTSN trong giai đoạn 1990-2000, Fuller et al (2002) đã sử dụng mẫu nghiên cứu chỉ bao gồm các công ty đầu tư đã thực hiện nhiều cuộc TTSN (từ 5 thương vụ trở lên trong liên tục 3 năm). Nghiên cứu này cố gắng quan sát mối tương quan giữa SSLBT sau thương vụ với đặc điểm của công ty mục tiêu và phương thức thanh toán. Với mẫu nghiên cứu là các công ty thực hiện nhiều thương vụ, bộ dữ liệu này cho phép Fuller và ctg có thể kiểm soát được đặc điểm của công ty đầu tư lớn kết quả nghiên cứu. Fuller et al nhận thấy rằng ở các công ty này, SSLBT sau đầu tư lớn hơn 0 đối với các thương vụ có công ty mục tiêu là công ty phi đại chúng hoặc là các công ty chi nhánh của các công ty lớn. Lý giải cho kết quả này, Fuller chỉ ra rằng các công ty phi đại chúng có cổ phiếu kém thanh khoản, do vậy thường bị định giá thấp hơn giá trị thực. Từ đó, công ty đầu tư mua cổ phiếu các công ty mục tiêu này sẽ hưởng được SSL cao hơn bình thường.

*H4: Công ty đầu tư hưởng SSLBT cao hơn khi đầu tư công ty phi niêm yết.*

Ngoài ra Fuller còn quan sát được rằng trong các thương vụ có sử dụng cổ phiếu thì công ty đầu tư cũng được hưởng SSLBT dương. Lý do được cho rằng là vì cổ đông công ty mục tiêu khi nhận được cổ phiếu công ty đầu tư thay vì nhận được tiền mặt thì sẽ tiết kiệm được khoản thuế lợi tức mà đáng ra họ phải chi trả. Ngoài ra còn vì lý do quản trị công ty: khi cổ phiếu là phương tiện thanh toán và nếu cổ đông công ty mục tiêu là các cổ đông lớn thì công ty đầu tư sau khi mua công ty mục tiêu cũng tiếp tục được sở hữu bởi các cổ đông lớn này và nhờ đó được thừa hưởng các cơ chế kiểm soát của các cổ đông lớn này mà một trong các lợi ích thường thấy là có thể kiểm soát tốt hơn vấn đề đại diện.

*H5: Công ty đầu tư hưởng SSLBT dương khi đầu tư bằng cổ phiếu.*

**Các động cơ không nhằm mục đích gia tăng giá trị**

Moeller và ctg (2004) nghiên cứu 12.023 thương vụ thực hiện bởi các công ty đại chúng trong giai đoạn từ 1980 đến 2001. Mặc dù có

được SSL vượt trội là 1.1% nhưng cổ đông công ty đầu tư mất trung bình 25.5 triệu đô trong cửa sổ công bố sự kiện (-1,+1) ngày. Mẫu thuẫn này là bằng chứng của tác động qui mô lên lợi ích của thương vụ. Kết quả cho thấy SSLBT giai đoạn công bố thông tin của công ty đầu tư có qui mô nhỏ cao hơn khoảng 2% so với của công ty đầu tư có qui mô lớn. Chênh lệch này không bị ảnh hưởng bởi phương thức thanh toán hay tính chất của công ty đầu tư (đại chúng hay phi đại chúng). Công ty đầu tư có qui mô lớn bị giảm giá trị đáng kể khi nó công bố thông tin đầu tư các công ty đại chúng. Tác động của qui mô này được thấy trong cả các thương vụ giai đoạn 1980 cũng như giai đoạn 1990. Nghiên cứu tìm thấy rằng các công ty đầu tư có qui mô lớn thường đưa ra mức giá mua cao hơn các công ty có qui mô nhỏ, ủng hộ giả thuyết cho rằng các công ty lớn thường có vấn đề đại diện (agency problem), trong đó ban giám đốc có nhiều tham vọng với mục tiêu bành trướng (management hubris). Nghiên cứu này chỉ ra rằng thương vụ thực hiện bởi công ty lớn có khả năng theo đuổi các mục tiêu phi giá trị. Giả thiết sau được xây dựng kiểm chứng vấn đề đại diện và giả thuyết bành trướng.

*H6: Công ty đầu tư có qui mô lớn có SSLBT thấp hơn công ty đầu tư qui mô nhỏ.*

Giai đoạn những năm 1990, thế giới chứng kiến một làn sóng TTSN mạnh mẽ mà trong đó cổ phiếu là phương thức thanh toán chủ đạo cho các thương vụ (Andrade, Mitchell, và Stafford (2001), Holmstrom và Kaplan (2001)). Giai đoạn này cũng là giai đoạn mà TTSN ở nhiều quốc gia, đặc biệt là tại Mỹ có sự tăng trưởng nóng. Ngày càng nhiều hơn các nghiên cứu chỉ ra rằng trong những giai đoạn TTSN phát triển nóng thì số lượng và giá trị các thương vụ TTSN gia tăng mạnh. Từ đó các nghiên cứu dần chỉ ra được mối liên kết giữa tăng trưởng nóng của TTSN với phương thức thanh toán và động cơ của TTSN, theo đó một giả thiết mới – giả thiết “chọn thời khắc thị trường” (market timing) - được xây dựng cho rằng TTSN không nhằm mục đích tìm kiếm giá trị hợp lực (synergy), mà nhằm mục đích lựa chọn thời cơ phát hành cổ phiếu đang được định giá cao để đầu tư các công ty có cổ phiếu đang được định giá thấp (Shleifer và Vishny (2003), Rhodes-Kropf và Viswanathan (2004)). Cụ thể Shleifer và Vishny (2003) cho

rằng các công ty có cổ phiếu đang được định giá cao sẽ phát hành cổ phiếu và dùng tiền thu được để mua các tài sản có giá trị đang bị định giá thấp (hoặc đang được định giá cao nhưng không cao bằng cổ phiếu của công ty thu mua). Rhodes-Kropf và Viswanathan (2004) xây dựng một lý thuyết dựa trên mối liên hệ giữa định giá sai lệch (mispricing) và làn sóng TTSN. Trong thế giới của lý thuyết này, sự định giá sai các giá trị hợp lực tiềm năng trong TTSN có mối tương quan với mức định giá sai chung của toàn thị trường. Lý thuyết này lý giải vì sao các thương vụ TTSN thường diễn ra trong các giai đoạn TTSN tăng trưởng nóng, cụ thể đó là vì trong những thời điểm này các công ty mục tiêu thường phạm sai lầm, đánh giá quá cao các giá trị hợp lực kỳ vọng được tạo ra, do vậy chấp nhận bị mua bởi các công ty thu mua và nhận được các cổ phiếu của các công ty này từ thương vụ được thực hiện.

Nhìn vấn đề theo một hướng tiêu cực hơn, theo Jensen (2004) (trích dẫn theo Savor và Lu 2009) cho rằng khi thị trường định giá cao cổ phiếu của công ty sẽ gây tác động đến các quyết định đầu tư của công ty. Theo lý thuyết vấn đề đại diện (agency problem), khi đó các nhà quản lý của các công ty này sẽ cố gắng kéo dài hoặc làm tăng mức độ định giá sai của thị trường. Để làm điều này họ phải duy trì các nhận thức lệch lạc của thị trường về triển vọng của công ty và trong quá trình đó họ tham gia vào các hoạt động có thể làm giảm giá trị cổ đông, như thực hiện các thương vụ thu mua không giúp gia tăng giá trị, đầu tư các dự án không sinh lợi, hoặc ngay cả thực hiện các hành động gian lận, nhào nặn số liệu thu nhập.

Các nghiên cứu sự kiện kiểm chứng các giả thuyết này tìm ra được rằng công ty thu mua nhận được SSL thấp hơn bình thường trong giai đoạn công bố thông tin. Loughran và Vijh (1997) và Rau và Vermaelen (1998) Mitchell và Stafford (2000) tìm ra rằng công ty thu mua có SSL thấp hơn bình thường (SSLBT âm) trong dài hạn, SSLBT âm này còn được cộng thêm vào SSLBT âm trong giai đoạn công bố sự kiện Travlos (1987), Andrade, Mitchell, và Stafford (2001), Fuller, Netter, và Stegemoller (2002)). Cụ thể Moeller, Schlingemann, và Stulz (2005) chỉ ra rằng các thương vụ trong giai đoạn 1998 đến 2001 của cổ đông công ty thu mua có SSLBT âm 12%. Lý giải cho điều này, các nghiên cứu giải thích rằng các thương

vụ có sử dụng cổ phiếu làm phương tiện thanh toán thường làm SSL công ty thu mua giảm xuống do giá trị “cao” của cổ phiếu công ty thu mua bị điều chỉnh giảm do quyết định phát hành cổ phiếu gây ra (khi ban giám đốc công ty thu mua phát hành cổ phiếu để hiện thực hóa mức giá đang cao của cổ phiếu). Cụ thể Loughran và Vijh (1997) nghiên cứu mẫu gồm 947 sự kiện trong giai đoạn 1970-1989 và tìm ra mối quan hệ của SSL sau thương vụ và phương thức thu mua cũng như phương thức thanh toán. Trong thời kỳ 5 năm sau thương vụ, trung bình thì các công ty thực hiện thu mua bằng cổ phiếu có SSLBT -25% trong khi các công ty thực hiện chào mua công khai bằng tiền mặt thì kiếm được SSLBT là +61.7%. Để kiểm chứng giả thuyết chọn thời khắc thị trường

*H7: Công ty thu mua có SSLBT âm khi công bố sự kiện TTSN.*

### 3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Dữ liệu nghiên cứu của đề tài là các thương vụ thu mua sáp nhập diễn ra tại Việt Nam từ năm 2005 đến tháng 2/2011, thu thập từ cơ sở dữ liệu của Thomson Reuters. Tổng số thương vụ trong giai đoạn 2005 – 2/2011 là 540 thương vụ. Ngày sự kiện được khảo sát là ngày công bố thông tin TTSN. Mẫu nghiên cứu bao gồm cả các thương vụ có công ty thu mua và công ty mục tiêu niêm yết và chưa niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE và HNX. Giá cổ phiếu được thu thập từ trang thông tin điện tử [www.cophieu68.com](http://www.cophieu68.com). Giá này đã được điều chỉnh cho các biến động về chia tách, phát hành cổ phiếu thưởng, trả cổ tức của các công ty niêm yết. Trong giai đoạn thu thập có tất cả 143 sự kiện TTSN. Sau khi loại bỏ các sự kiện có liên quan đến cùng công ty mục tiêu hoặc công ty thu mua mà có các cửa sổ sự kiện trùng lặp lên nhau thì còn lại 93 sự kiện có công ty thu mua là công ty đã niêm yết và 99 sự kiện có công ty mục tiêu là công ty niêm yết.

Theo Binder (1998) có hai vấn đề chính trong ước lượng SSL bất thường và kiểm chứng thống kê SSLBT là SSLBT được ước lượng từ mô hình thị trường có tiềm năng bị tương quan chuỗi hoặc phương sai thay đổi. Mặc dù đây có thể là vấn đề xảy ra cho các nghiên cứu sự kiện nói chung, nhưng đối với

các sự kiện TTSN trong mẫu nghiên cứu thì tất cả các sự kiện này hầu như có ngày sự kiện khác nhau nên không có nguy cơ tương quan chuỗi giữa SSL của các cổ phiếu có diễn ra sự kiện. Ngoài ra, cũng theo Binder (1998) vấn đề phương sai thay đổi sẽ không đáng kể khi cửa sổ sự kiện ngắn hơn nhiều so với thời kỳ ước lượng mô hình SSL. Trong nghiên cứu này thời kỳ ước lượng mô hình SSL là 120 ngày và cửa sổ sự kiện dài nhất là 60 ngày. Để có thể quan sát và kiểm tra tác động có thể của hiện tượng phương sai thay đổi này, nghiên cứu này tính toán SSLBT cho nhiều cửa sổ sự kiện khác nhau từ dài nhất là 60 ngày đến ngắn nhất là 2 ngày.

#### 4. KẾT QUẢ VÀ BÌNH LUẬN

SSLBT tích lũy của công ty mục tiêu trong các cửa sổ sự kiện xung quanh ngày công bố

thông tin TTSN được trình bày ở Bảng 1 và hình ảnh trực quan của SSLBT cho từng ngày sự kiện được trình bày trong Hình 1.

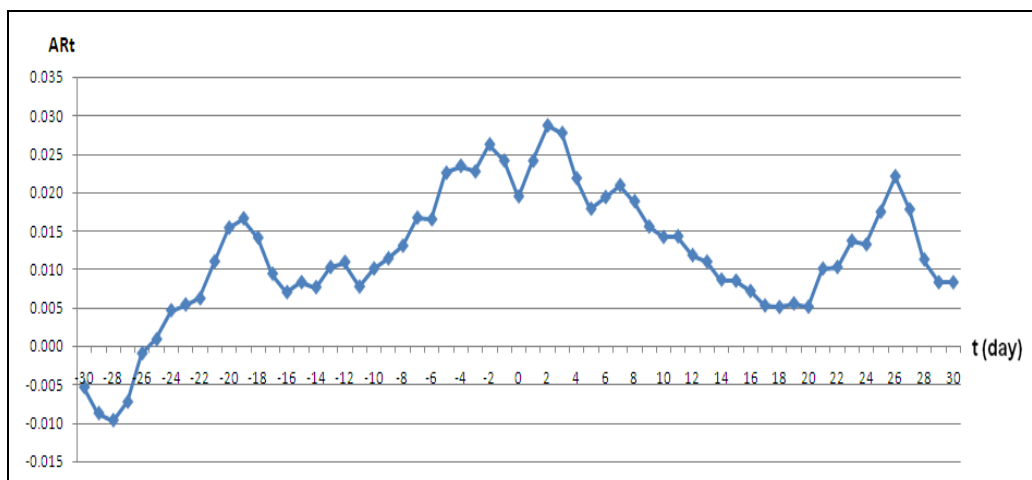
Hình ảnh và kết quả số liệu cho thấy công ty mục tiêu được hưởng SSLBT dương trước, trong và sau những ngày sự kiện, tuy nhiên SSLBT này không có ý nghĩa về mặt thống kê (cột toàn bộ mẫu với cỡ mẫu n=99 sự kiện). Mặc dù có sự khác biệt về dấu của SSLBT của hai nhóm sự kiện có công ty đầu tóm là và không là công ty niêm yết (cột (1) và (2)) trong các cửa sổ trước ngày sự kiện nhưng những khác biệt này không có ý nghĩa thống kê (cột (3) trình bày chênh lệch SSLBT).

Kết quả cho thấy có bằng chứng ủng hộ giả thiết H1 mặc dù các kết quả không có ý nghĩa thống kê.

**Bảng 1.** Giá trị  $CAR(\tau_1, \tau_2)$  của công ty mục tiêu

Cửa sổ sự kiện	Toàn bộ mẫu (N=99)	Có công ty đầu tóm là công ty không niêm yết (N=58) (1)	Có công ty đầu tóm là công ty niêm yết (N=41) (2)	Chênh lệch (3) = (1) - (2)
Xung quanh sự kiện				
(-30, +30)	0.008	0.041	-0.038	0.080
(-20, +20)	-0.006	0.000	-0.014	0.013
(-10, +10)	0.006	0.024	-0.018	0.042
(-5, +5)	0.001	0.008	-0.008	0.016
(-3, +3)	0.004	0.008	-0.002	0.010
(-1, +1)	-0.002	0.001	-0.007	0.008
Trước sự kiện				
(-30, -2)	0.020	0.038	-0.007	0.045
(-20, -2)	0.009	0.010	0.007	0.003
(-10, -2)	0.012	0.026**	-0.008	0.034
(-5, -2)	0.003	0.012	-0.009	0.022
(-1, 0)	-0.007	-0.003	-0.012	0.009
Sau sự kiện				
(+1, +3)	0.000	-0.003	0.004	-0.007
(+1, +5)	0.003	-0.002	0.011	-0.013
(+1, +10)	-0.003	-0.001	-0.005	0.003
(+1, +20)	-0.016	-0.017	-0.013	-0.004
(+1, +30)	-0.019	-0.017	-0.022	0.005

\*\*\*, \*\*, \* là có ý nghĩa thống kê tại 1%, 5% và 10%. Cột chênh lệch là sai biệt giữa  $CAR(\tau_1, \tau_2)$  của công ty mục tiêu có công ty đầu tóm là công ty không niêm yết và công ty mục tiêu có công ty đầu tóm là công ty niêm yết. Chênh lệch này được kiểm chứng thống kê theo phép kiểm chứng t-test hai mẫu (two-sample t-test).



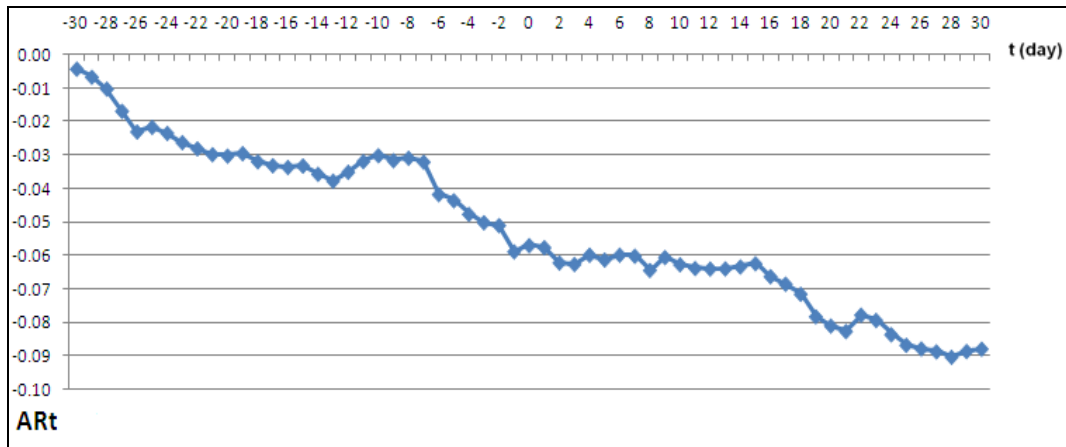
**Hình 1.** Đồ thị thể hiện AR theo thời gian trong cửa sổ sự kiện

Tác động của thông tin TTSN lên cổ đông công ty thu tóm được trình bày trong Bảng 2 và Hình 2.

**Bảng 2.** Giá trị  $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$  của công ty thu tóm

Cửa sổ sự kiện	Toàn bộ mẫu (N=93)	Thu tóm công ty mục tiêu là công ty không niêm yết (N=68) (1)	Thu tóm công ty mục tiêu là công ty có niêm yết (N=25) (2)	Chênh lệch  (3) = (1) - (2)
Xung quanh sự kiện				
(-30, +30)	-0.088***	-0.079**	-0.111**	0.032
(-20, +20)	-0.051**	-0.036	-0.091**	0.055
(-10, +10)	-0.031*	-0.019	-0.064**	0.045
(-5, +5)	-0.020***	-0.018*	-0.024	0.007
(-3, +3)	-0.015**	-0.013*	-0.019	0.006
(-1, +1)	-0.007	-0.005	-0.011	0.007
Trước sự kiện				
(-30, -2)	-0.051***	-0.054***	-0.042	-0.012
(-20, -2)	-0.021	-0.015	-0.038	0.023
(-10, -2)	-0.019*	-0.015	-0.031	0.016
(-5, -2)	-0.009*	-0.011*	-0.004	-0.007
(-1, 0)	-0.006	-0.003	-0.014	0.010
Sau sự kiện				
(+1, +3)	-0.006	-0.007	-0.003	-0.004
(+1, +5)	-0.004	-0.003	-0.007	0.003
(+1, +10)	-0.006	-0.001	-0.019	0.019
(+1, +20)	-0.024	-0.018	-0.040	0.022
(+1, +30)	-0.031	-0.022	-0.056*	0.034

\*\*\*, \*\*, \* là có ý nghĩa thống kê tại 1%, 5% và 10%. Cột *chênh lệch* là sai biệt giữa  $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$  của công ty thu tóm có công ty mục tiêu là công ty không niêm yết và công ty thu tóm có công ty mục tiêu là công ty niêm yết. Chênh lệch này được kiểm chứng thống kê theo phép kiểm chứng t-test hai mẫu (two-sample t-test).



**Hình 2.** Đồ thị thể hiện AR theo thời gian trong cửa sổ sự kiện

Hình 2 cho thấy có sự giảm sút bất thường về SSL của cổ phiếu công ty thu tóm trước, trong, và đặc biệt là sau ngày công bố thông tin TTSN. Kết quả này ủng hộ giả thiết H7, là bằng chứng cho giả thuyết về vấn đề đại diện và sự bành trướng của ban quản trị. Các thương vụ TTSN tại Việt Nam đa phần được thanh toán bằng tiền mặt, do vậy mẫu nghiên cứu chưa cho phép kết luận về bằng chứng cho giả thuyết chọn thời khắc thị trường – là giả thuyết cho rằng công ty được định giá cao sẽ phát hành cổ phiếu để thu tóm các công ty được định giá thấp hoặc thấp hơn tương đối. Kết quả ở Bảng 2 cho thấy rõ hơn là SSLBT âm có ý nghĩa thống kê và tập trung vào giai đoạn trước ngày sự kiện, trong khi mặc dù giá trị SSLBT âm sau ngày sự kiện là lớn nhưng lại không có ý nghĩa thống kê. Bằng chứng này cho thấy thông tin TTSN đã bị rò rỉ trước ngày công bố sự kiện và có hoạt động giao dịch chứng khoán hưởng lợi từ thông tin rò rỉ này. Cột chênh lệch (cột (3)) cho thấy không có khác biệt đáng kể giữa thương vụ có và không có công ty mục tiêu là công ty niêm yết. Trong mẫu các thương vụ có công ty mục tiêu không là công ty niêm yết (n=68) thì tất cả các công ty mục tiêu này là các công ty phi đại chúng, do vậy kết quả này bác bỏ giả thiết H4 cho rằng có lợi ích về giá mua khi các công ty thu tóm mua các công ty phi đại chúng vì các công ty này ít được biết đến và bị định giá thấp trên thị trường.

Mặc dù không trực tiếp kiểm chứng được giả thiết H5 do số lượng các thương vụ có thanh toán bằng cổ phiếu tại Việt Nam rất ít (cụ thể là 3 thương vụ trên tổng số 540 thương vụ trong giai đoạn 2005-2011), việc kiểm chứng giả

thiết H3 có thể phần nào cung cấp thông tin về giả thiết H5. Cụ thể, kết quả Bảng 2 cho thấy công ty thu tóm có công ty mục tiêu là công ty phi đại chúng và thanh toán bằng tiền mặt đã không nhận được SSLBT dương (các kết quả này có ý nghĩa thống kê ở cửa sổ (-30,-2) và (-5,-2) đã cung cấp bằng chứng ủng hộ giả thiết H3. Như vậy bằng chứng này ủng hộ giả thuyết có tồn tại thông tin bất cân xứng và vấn đề quản trị công ty tại các công ty thu tóm.

Bảng 3 trình bày kết quả phân tích SSLBT của công ty thu tóm khi xem xét khía cạnh qui mô nhằm kiểm chứng giả thiết H6. Mẫu nghiên cứu (n=93) được tách ra làm 2 nhóm theo phương pháp của Moeller và ctg (2004). Cụ thể trong từng năm, tất cả các công ty niêm yết được xếp thứ tự từ lớn đến nhỏ theo giá trị trường của vốn cổ đông (market capitalization) vào đầu mỗi năm. Nhóm các công ty thuộc nhóm 25% lớn nhất sẽ được gọi là công ty lớn và thuộc nhóm 25% nhỏ nhất sẽ được gọi là công ty nhỏ. Từ mẫu nghiên cứu gồm 93 công ty thu tóm, có 39 công ty thuộc nhóm lớn và 16 công ty thuộc nhóm nhỏ. Kết quả Bảng 3 cho thấy cột chênh lệch có giá trị âm, có nghĩa là công ty thu tóm lớn có SSLBT thấp hơn công ty thu tóm nhỏ. Cụ thể công ty thu tóm nhỏ hầu hết có SSLBT dương (mặc dù không có ý nghĩa thống kê) trong khi công ty thu tóm lớn có SSLBT âm trong toàn bộ các cửa sổ sự kiện (ở một vài cửa sổ sự kiện, các SSLBT này âm tại mức ý nghĩa thống kê 5%). Bằng chứng này ủng hộ giả thiết H6, tức là có dấu hiệu tồn tại vấn đề đại diện và động cơ bành trướng tại các công ty thu tóm trong quyết định TTSN.



**Bảng 3.** Giá trị  $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$  của công ty thu tóm

Cửa sổ sự kiện	Công ty thu tóm lớn (N=39) (1)	Công ty thu tóm nhỏ (N=16) (2)	Chênh lệch (3) = (1) - (2)
Xung quanh sự kiện			
(-30, +30)	-0.136**	0.048	-0.184
(-20, +20)	-0.095**	0.065	-0.160**
(-10, +10)	-0.055	0.033	-0.088
(-5, +5)	-0.022	0.000	-0.022
(-3, +3)	-0.011	-0.016	0.006
(-1, +1)	-0.008	0.000	-0.008
Trước sự kiện			
(-30, -2)	-0.073**	0.008	-0.081
(-20, -2)	-0.048	0.048	-0.096**
(-10, -2)	-0.025	0.000	-0.024
(-5, -2)	-0.009	-0.007	-0.003
(-1, 0)	-0.004	-0.005	0.001
Sau sự kiện			
(+1, +3)	-0.006	-0.005	-0.001
(+1, +5)	-0.008	0.012	-0.020
(+1, +10)	-0.026	0.039	-0.064
(+1, +20)	-0.042	0.022	-0.065
(+1, +30)	-0.059	0.045	-0.104

\*\*\*, \*\*, \* là có ý nghĩa thống kê tại 1%, 5% và 10%. Cột *chênh lệch* là sai biệt giữa  $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$  của công ty thu tóm có market capital lớn và của công ty thu tóm có market capital nhỏ. Chênh lệch này được kiểm chứng thống kê theo phép kiểm chứng t-test hai mẫu (two-sample t-test).

Để kiểm chứng giả thiết H2, các thương vụ có cả công ty thu tóm và công ty mục tiêu đều là các công ty niêm yết được chọn để phân tích vì lý do cần có dữ liệu giá cổ phiếu cho việc tính toán CAR trong các cửa sổ sự kiện. Mẫu các thương vụ cho bước phân tích này gồm có 20 thương vụ, kết quả phân tích trình bày trong Bảng 4. Kết quả cho thấy tổng SSLBT của cả hai công ty trong tất cả các cửa sổ sự kiện đều không có ý nghĩa thống kê và đa số là có giá trị âm. Đây là bằng chứng bác bỏ giả thiết H2.

Chứng cứ này cho phép khẳng định rằng thị trường không kỳ vọng rằng các thương vụ TTSN tại Việt Nam có mục đích tạo ra giá trị hợp lực trong việc kết hợp hai công ty trong việc thực thi chiến lược kinh doanh và phát triển doanh nghiệp. Mặc dù vậy, kết quả này cần được sử dụng cẩn trọng do số mẫu kiểm chứng không lớn.

Số sự kiện có cả hai công ty thu tóm và mục tiêu đều là công ty niêm yết là 20 sự kiện.

**Bảng 4.** Giá trị  $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$  của cả hai công ty thu tóm và mục tiêu

Cửa sổ sự kiện	Tổng $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$ của 2 công ty thu tóm và mục tiêu niêm yết	Cửa sổ sự kiện	Tổng $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$ của 2 công ty thu tóm và mục tiêu niêm yết
(-30, +30)	-0.126	(-10, -2)	-0.042
(-20, +20)	-0.071	(-5, -2)	-0.005
(-10, +10)	-0.052	(-1, 0)	-0.026
(-5, +5)	-0.030	(+1, +3)	0.014

(-3, +3)	-0.019	(+1, +5)	0.001
(-1, +1)	-0.016	(+1, +10)	0.016
(-30, -2)	-0.055	(+1, +20)	-0.021
(-20, -2)	-0.024	(+1, +30)	-0.045

## 5. KẾT LUẬN

TTSN là một quyết định lớn của doanh nghiệp được thúc đẩy bằng nhiều động cơ khác nhau. Nghiên cứu này hướng đến việc nhận diện ra các động cơ của TTSN thông qua sử dụng nghiên cứu sự kiện. Qua việc phân tích SSLBT của công ty mục tiêu và công ty đầu tư trong, trước và sau ngày công bố sự kiện, nghiên cứu này đã tìm ra các bằng chứng thú vị về hoạt động TTSN tại Việt Nam. Mặc dù hoạt động này còn mới mẻ tại Việt Nam cũng như sự non trẻ của thị trường chứng khoán Việt Nam chưa cho phép nhìn thấy những bằng chứng mạnh mẽ, các kết quả của nghiên cứu cho phép rút ra một số kết luận chủ yếu về hoạt động TTSN. Dù có được thực hiện bởi động cơ nào, công ty mục tiêu cũng là đối tượng hưởng lợi từ các thương vụ. Kết quả này phù hợp với các kết quả nghiên cứu tại nhiều quốc gia khác.

Đối với công ty đầu tư, bằng chứng cho thấy các thương vụ TTSN tại Việt Nam có theo

đuôi các động cơ bành trướng công ty, và có sự tồn tại vấn đề đại diện tại các công ty đầu tư. Bằng chứng này ủng hộ các nghiên cứu của Mollers và ctg (2004) và Jensen (2004). Kết quả còn cho thấy có tồn tại vấn đề bất cân xứng thông tin và quản trị công ty tại các công ty đầu tư, ủng hộ giả thuyết của Chang (1998). Ngoài ra, với mẫu kiểm chứng gồm cả hai công ty tham gia thương vụ đều là các công ty niêm yết ( $n=20$ ), bằng chứng rút ra cho thấy thị trường không cho rằng giá trị hiệp lực là động cơ mà các thương vụ TTSN tại Việt Nam theo đuôi. Các kết quả này của nghiên cứu này có ý nghĩa thực tiễn cho cổ đông các công ty mục tiêu và đầu tư khi xem xét biểu quyết cho quyết định TTSN doanh nghiệp, ngoài ra còn cung cấp bằng chứng thực tiễn cho cơ quan quản lý, đặc biệt trong việc quản lý các công ty niêm yết trong vấn đề kiểm soát công bố và minh bạch thông tin cũng như kiểm soát chất lượng quản trị công ty.

## THE EFFECT OF ACQUISITION ANNOUNCEMENTS ON THE RATE OF RETURNS OF ACQUIRING FIRMS AND TARGET FIRMS IN VIETNAM

Nguyen Thu Hien, Le Tuong Luat  
University of Technology, VNU-HCM

**ABSTRACT:** Merger and acquisition (M&A) is a major decision of firms initiated by various motivations. This analysis aims at identifying motives of M&A by using event study. Despite the short development of M&A in Vietnam and the immaturity of the country's stock market which limit findings of strong evidence, some significant conclusions about M&A in Vietnam are effectively made. No matter what motives are pursued, target firms consistently benefit from M&A deals. For acquirers, evidence shows that M&A in Vietnam is due to management hubris, and agency problem. This evidence supports studies by Mollers et al. (2004) and Jensen (2004). Evidence for information asymmetry and corporate governance problem at acquirers' firms is also found, supporting hypothesis by Chang (1998). In addition, results also show that market does not believe synergy is a motive for M&A in Vietnam.

**Keywords:** Merges and Acquisitions, Agency Issue, Information Assymetry, Abnormal Returns

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Andrade, Gregor, Mitchell, Mark và Stafford, Erik (2001). "New evidence and Perspectives on Mergers", *Journal of Economic Perspectives* 15, No.2, pp. 103-120.
- [2]. Bradley, Michael, Anand Desai, và E. Han Kim (1988), "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms", *Journal of Financial Economics* 21, 3-40.
- [3]. Chang, Saeyoung (1998), "Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns", *Journal of Finance* 53, No.2, pp. 773-784.
- [4]. Fuller, K. P., Netter, J. và Stegemoller, M. (2002), "What do returns to acquiring first tell us? Evidence from firms that make many acquisitions", *Journal of Finance* 57, 1763-1793
- [5]. Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). "The Market for Corporate Control". *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- [6]. Jensen, Michael C. (2004), "Agency costs of overvalued equity", *ECGI Working Paper Series in Finance*.
- [7]. Holmstrom, B. và S. Kaplan (2001), "Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s." *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2): 121-144.
- [8]. Loughran, T., và A. M. Vijh (1997) , "Do Long-term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?", *Journal of Finance* 52, 1765-1790.
- [9]. Mackinlay, A.C (1997). "Event studies in economics and finance", *Journal of conomic Literature* 35, pp 13 – 39.
- [10]. Mitchell, Mark L. và Erik Stafford (2000), "Managerial Decisions and Long Term Stock Price Performance." *Journal of Business* 73, pp. 287-329.
- [11]. Moeller, Sara B., Frederik P. Schlingemann, và René M. Stulz (2005), "Firm size and the gains from acquisitions", *Journal of Financial Economics* 73, 201-228.
- [12]. Moeller, S.B., Schlingemann, F.P., Stulz, R.M. (2004), "Firm size and the gains from acquisitions", *Journal of Financial Economics* 73, 201-228.
- [13]. Savor, Pavel G. và Qi Lu (2009), "Do Stock Mergers Create Value for Acquirers?", *Journal of Finance*, Vol. LXIV , No.3.
- [14]. Rau, Raghavendra, và Theo Vermaelen (1998), "Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics* 49, 223–253.
- [15]. Rhodes-Kropf M. và S. Viswanathan (2004), "Market Valuation and Merger Waves." *Journal of Finance*, LIX, December, 2685-2718.
- [16]. Shleifer, Andrei và Vishny, Robert W. (2003), "Stock market driven acquisitions", *Journal of Financial Economics* 70, pp.295–311.
- [17]. Travlos, N.G. (1987), "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms Stock Returns," *Journal of Finance* 42, pp.943-963.