

Thanh khoản cổ phiếu và quyết định khu vực sáp nhập ở Việt Nam

DẶNG HỮU MÃN

Nghiên cứu này khảo sát ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu đến quyết định lựa chọn khu vực sáp nhập (nội địa hoặc xuyên biên giới) của các công ty đầu tư trong thị trường sáp nhập và mua lại (M&A) Việt Nam. Mẫu nghiên cứu gồm 486 thương vụ trong giai đoạn 2005-2018. Dựa trên các kỹ thuật ước lượng thích hợp, kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty đầu tư nước ngoài thông qua hình thức M&A xuyên biên giới có xu hướng lựa chọn các công ty mục tiêu có thanh khoản cổ phiếu cao để giảm thiểu rủi ro gia nhập thị trường mới và điều này phù hợp với giả thuyết thâm nhập thị trường. Kết quả này khẳng định tính thanh khoản cổ phiếu đóng một vai trò quan trọng trong quá trình ra quyết định khu vực sáp nhập của các công ty đầu tư và cung cấp những hàm ý chính sách đối với nhà đầu tư và nhà quản trị công ty.

Từ khóa: thanh khoản cổ phiếu, sáp nhập và mua lại, M&A, khu vực sáp nhập, công ty đầu tư, công ty mục tiêu.

1. Giới thiệu

Trong giai đoạn 2007-2018, đã có gần 4.000 thương vụ sáp nhập và mua lại (M&A) lớn nhỏ khác nhau được thực hiện thành công tại Việt Nam, với tổng giá trị lên tới 48,8 tỷ USD, vượt qua con số kỷ lục 5,8 tỷ USD của năm 2016. Bước ngoặt mới được tính từ con số kỷ lục hơn 10 tỷ USD của năm 2017, sau thương vụ Thaibev chỉ 4,8 tỷ USD mua lại Sabeco, để tạo ra nền tảng cho làn sóng mới của thị trường M&A Việt Nam (Cơ sở dữ liệu SDC Platinum, 2019). Tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, cũng như kế hoạch thoái vốn nhà nước, sự phát triển lớn mạnh của khu vực tư nhân đã tạo nên sự bùng nổ ấn tượng của thị trường M&A Việt Nam thời gian qua. Thực tế, Việt Nam mới bán được 8% vốn nhà nước thông qua các thương vụ ấn tượng của Sabeco, Vinamilk..., do đó, nếu đẩy mạnh thoái vốn, cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, sẽ tạo được bước đột phá trên thị trường M&A.

Nhiều kỳ vọng đã được đặt ra cho thị trường M&A Việt Nam trong những năm tới khi xu hướng đầu tư theo hình thức góp vốn,

mua cổ phần đang ngày càng gia tăng. Nếu như trước đây, đa phần nhà đầu tư nước ngoài lựa chọn lập dự án, xây nhà máy mới để đầu tư ở Việt Nam (Greenfield investment), thì những năm vừa qua, đầu tư trực tiếp nước ngoài được phát triển chủ yếu thông qua mua lại các dự án đang phát triển (Cross-border acquisitions). Trong 6 tháng đầu năm 2018, các nhà đầu tư nước ngoài đã chi tới 4,1 tỷ USD, tăng 82,4% so với cùng kỳ năm 2017, để góp vốn, mua cổ phần trong các doanh nghiệp ở Việt Nam (Diễn đàn M&A Việt Nam, 2018)¹. Điều này đang thực sự tạo ra những bước ngoặt mới, mở ra một kỷ nguyên mới cho hoạt động M&A tại Việt Nam, với kỳ vọng lớn hơn nữa về số lượng và giá trị thương vụ.

Sự phát triển của thị trường nội địa Việt Nam đã kích thích các nhà đầu tư nước ngoài “theo đuổi”, mong muốn mua cổ phần với các doanh nghiệp Việt. Số liệu thống kê từ SDC

Dặng Hữu Mãn, TS., Trường đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng.

1. <https://baodautu.vn/dien-dan-ma-viet-nam-nam-2018-buoc-ngoai-moi-ky-nguyen-moi-d85195.html>.

Platinum cho thấy sự “hăng hái” của các nhà đầu tư Thái Lan, Nhật Bản, Xingapo, Hàn Quốc..., đã thúc đẩy thành công hàng loạt thương vụ được thực hiện đối với các công ty mục tiêu (Target firm) Việt Nam, như Thaibev mua Sabeco, Central Group mua BigC, Fraser and Neave mua cổ phần Vinamilk, Mizuho mua cổ phần Vietcombank, TTC Holdings mua Metro Việt Nam. Bên cạnh đó, ngày càng xuất hiện nhiều doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là các doanh nghiệp lớn đóng vai trò là người đi mua (Acquirers), như FPT, Vinamilk để thực hiện chiến lược đầu tư kinh doanh của mình.

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 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 tới. Một trong những vấn đề mấu chốt cần nắm vững khi nghiên cứu về M&A là tìm hiểu động cơ của công ty đi thầu tóm trong việc lựa chọn khu vực M&A (M&A nội địa và M&A xuyên biên giới). Quá trình toàn cầu hóa, hội nhập quốc tế gần đây đã dần xóa bỏ biên giới kinh doanh của các công ty đa quốc gia, khiến cho xu hướng M&A xuyên biên giới ngày càng trở thành xu hướng tất yếu trong bối cảnh kinh tế toàn cầu. Các nghiên cứu thực nghiệm về M&A khá nhiều, phần lớn các nghiên cứu này tập trung vào M&A trong nước hoặc các nghiên cứu được thực hiện bởi các công ty ở các nước phát triển (Tichy, 2001; Martynova và Renneboog, 2008; Halebian và cộng sự, 2009). Từ đầu những năm 2000, các thương vụ M&A xuyên biên giới ngày càng tăng, đặc biệt là ở các nước mới nổi

như Trung Quốc, Ấn Độ và Nga (UNCTAD, 2018). Meyer và cộng sự (2011) cho rằng các thương vụ mua lại xuyên biên giới có thể truyền dẫn cơ chế quản trị doanh nghiệp của nước chủ đầu tư sang các nước tiếp nhận đầu tư. Khi các hoạt động mua lại xuyên biên giới đến các thị trường mới nổi tiếp tục gia tăng, sự hiểu biết về động lực và ý nghĩa chiến lược của các thương vụ mua lại quốc tế này ngày càng trở nên quan trọng và đáng được chú ý nhiều hơn (Bekaert và Harvey, 2000). Do đó, giả thuyết thâm nhập thị trường chiến lược là phù hợp hơn ở các thị trường mới nổi so với các nước phát triển.

Một trong những khía cạnh quan trọng tiềm tàng ảnh hưởng đến quá trình lập kế hoạch thương vụ đã được các nghiên cứu thực nghiệm chứng minh, đó là môi trường thông tin. Lý thuyết thông tin bất đối xứng đề xuất rằng, mức độ minh bạch thông tin khác nhau đáng kể giữa các công ty là do sự khác biệt về môi trường thông tin. Do đó, các công ty trong thương vụ M&A có thể có mức độ thông tin bất đối xứng khác nhau, dẫn đến hành vi tăng giá cổ phiếu đáng kể trước khi phát thông báo thương vụ mua lại, điều này phù hợp với giả thuyết nâng giá cổ phiếu trước thông báo mua lại được đề xuất bởi Keown và Pinkerton (1981). Tương tự, nghiên cứu của Schwert (1996) cũng nhận thấy hành vi điều chỉnh giá chào mua của công ty thầu tóm (công ty đi mua) theo sau hành vi nâng giá cổ phiếu của công ty mục tiêu (công ty bị thầu tóm) trước thương vụ. Kết quả là tính thanh khoản cổ phiếu của mỗi công ty trong thương vụ có thể bị ảnh hưởng, từ đó tác động đến danh mục của mỗi nhà đầu tư. Một cổ phiếu có thanh khoản tốt sẽ thúc đẩy hoạt động giao dịch, đặc biệt là giao dịch dựa trên thông tin, do vậy, cải thiện thêm tính thông tin của giá cổ phiếu (Dow và Gorton, 1997; Subrahmanyam và Titman, 2001) và gia tăng giá trị cộng hưởng cho mỗi thương vụ (Yang và cộng sự, 2017). Thêm vào đó, một thị trường M&A với thanh khoản tốt có thể

tạo sức ép cho việc thực hành một cơ chế quản trị công ty tốt trong các doanh nghiệp. Do vậy, việc phân tích ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu đến sự thành công của các thương vụ là vấn đề cần thiết. Cho đến nay, đây là một vấn đề chưa được nghiên cứu một cách toàn diện ở Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Quyết định lựa chọn khu vực đầu tư

Tùy thuộc vào động cơ trong từng thương vụ mà các công ty đầu tư sẽ đưa ra các quyết định liên quan đến lựa chọn khu vực đầu tư, có thể là đầu tư nội địa hoặc đầu tư qua biên giới. Về cơ bản, trong các thương vụ thì các công ty đầu tư nội địa thường có lợi thế về thông tin, thị trường hơn so với các công ty đầu tư nước ngoài. Harris và Ravenscraft (1991) chỉ ra các công ty đầu tư nước ngoài phải trả phí cao hơn khi đầu tư các công ty mục tiêu hoạt động cùng lĩnh vực. Đầu tư qua biên giới là chính sách thâm nhập thị trường quốc tế nhanh chóng và có hiệu quả trong các thị trường cạnh tranh, nơi mà đầu tư vào các công ty mới có thể sẽ đạt thành công lâu hơn (Buckley và cộng sự, 2012).

M&A có yếu tố nước ngoài hay còn gọi là M&A xuyên quốc gia là một hình thức đầu tư trực tiếp giúp gia tăng nguồn vốn cho nền kinh tế, chuyển giao công nghệ, kỹ thuật, nâng cao trình độ quản lý... Ngoài ra, động cơ đằng sau các thương vụ M&A xuyên quốc gia còn xuất phát từ sự không hoàn hảo của thị trường sản phẩm, những khiếm khuyết và bất đối xứng thông tin trong thị trường vốn (Zhu và cộng sự, 2011), sự khác biệt trong cách tính thuế (Weston và cộng sự, 2001) và cuối cùng là nắm bắt các cơ hội từ tính không hiệu quả của thị trường (Serveas và Zenner, 1994). Tuy nhiên, do sự khác nhau về môi trường kinh tế, chính trị, văn hóa, xã hội, nên các thương vụ đầu tư qua biên giới thường phức tạp hơn so với các thương vụ đầu tư nội địa. Martynova và Renneboog (2008) bổ sung

thêm bằng chứng khi chỉ ra rằng trong các thương vụ M&A qua biên giới, các công ty đầu tư thường là các công ty lớn.

Các nghiên cứu hiện tại chỉ ra rằng các công ty mục tiêu trong nước hoạt động kém hơn trước khi thương vụ M&A được thông báo (Fukao và cộng sự, 2006; Zhu và cộng sự, 2011; Dang và cộng sự, 2018). Phát hiện này phù hợp với giả thuyết kiểm soát doanh nghiệp, cho thấy các công ty đầu tư trong nước ưa thích các mục tiêu hoạt động kém, vì các công ty đầu tư này đã thiết lập được vị thế thị trường nội địa và có nhiều thông tin cũng như lợi thế để kết nối hơn các công ty đầu tư nước ngoài (Conn và cộng sự, 2005; Moeller và Schlingemann, 2005). Hơn nữa, giả thuyết này cũng phù hợp với văn hóa doanh nghiệp và vấn đề thay thế quản lý đại diện cho công ty. Ngược lại, một số nghiên cứu khác ủng hộ việc mua lại một phần bằng hình thức M&A xuyên biên giới như một phương thức thâm nhập thị trường chiến lược và cho rằng các công ty đầu tư nước ngoài có xu hướng mua lại các công ty hoạt động tốt (Zhu và cộng sự, 2011; Dang và cộng sự, 2018). Hennart và Reddy (1997) giải thích rằng các công ty mục tiêu nội địa có mạng lưới phân phối lớn, uy tín cao, nguồn nhân lực có trình độ tốt và điều kiện tài chính mạnh mẽ có thể giúp các công ty đầu tư nước ngoài thích ứng tốt hơn trong một thị trường mới.

2.2. Thanh khoản cổ phiếu và thị trường M&A

Thanh khoản cổ phiếu đề cập đến sự "dễ dàng" khi giao dịch một cổ phiếu (Amihud và cộng sự, 2005). Sự dễ dàng này được hiểu là tương ứng với một khối lượng giao dịch được xác định, giao dịch sẽ không có tác động lớn đến giá, không mất nhiều thời gian để có thể khớp lệnh thành công cho khối lượng giao dịch đó. Khi các yêu cầu này không được đáp ứng, những người giao dịch phải gánh chịu thêm một chi phí để có thể thực hiện các lệnh mua, bán của mình và đây là chi phí thanh khoản. Thanh khoản là

một chỉ dấu quan trọng có ảnh hưởng đến việc thực hiện chức năng của thị trường chứng khoán. Một thị trường có thanh khoản tốt sẽ thúc đẩy hoạt động giao dịch, đặc biệt là giao dịch dựa trên thông tin, do vậy cải thiện thêm tính thông tin của giá cổ phiếu (Dow và Gorton, 1997; Subrahmanyam và Titman, 2001). Thêm vào đó, một thị trường với thanh khoản tốt có thể tạo sức ép cho việc thực hành một cơ chế quản trị công ty tốt trong các doanh nghiệp. Cụ thể, thanh khoản cho phép các nhà đầu tư có thể dễ dàng thực hiện “đe dọa rút vốn” bằng cách bán tháo cổ phiếu của các công ty khi nhận thấy rằng những người điều hành công ty không vì lợi ích của cổ đông (Edmans và Manso, 2011).

Đối với thị trường M&A, trong khi các công ty thầu tóm trong nước mong muốn mua lại để giảm chi phí đầu tư, tạo các tiềm lực thuận lợi để phát triển lớn mạnh và đạt được lợi thế cạnh tranh trên thương trường, thì các công ty thầu tóm xuyên biên giới lại cho rằng đây là cơ hội để họ gia nhập thị trường mới với rủi ro thấp nhất. Công ty thầu tóm xuyên biên giới đánh giá cao việc lựa chọn cổ phiếu của công ty mục tiêu có thanh khoản cao và không có tác động bất lợi đến giá cả. Thanh khoản cao sẽ có khả năng thu hút một lượng lớn các nhà đầu tư tiềm năng vào thị trường. Công ty mục tiêu có thanh khoản cao sẽ mở rộng cơ sở cổ đông và do đó sẽ hấp dẫn hơn đối với người mua xuyên biên giới. Nếu thanh khoản cổ phiếu được định giá, thì công ty thầu tóm xuyên quốc gia sẵn sàng trả nhiều hơn cho các công ty mục tiêu có tính lỏng cao hơn. Sự sẵn lòng đó chuyển thành phần bù thương vụ cao hơn và xác suất thành công của giá chào mua càng lớn. Nói cách khác, các công ty mục tiêu có thanh khoản cổ phiếu cao có thể thu hút được công ty thầu tóm xuyên biên giới hơn so với công ty thầu tóm trong nước.

Các kết quả thực nghiệm hiện tại có xu hướng cho thấy rằng trong các thương vụ

M&A xuyên biên giới, các công ty mục tiêu dường như có quy mô lớn hơn cũng như tình hình tài chính tốt hơn so với các thương vụ M&A nội địa (Harris và Ravenscraft, 1991; Dang và cộng sự, 2018). Công ty thầu tóm xuyên biên giới có thể hưởng lợi nhiều hơn khi mua lại trong nước (Shimizu và cộng sự, 2004). Ngoài ra, một số kết quả chỉ ra rằng các công ty mục tiêu có tình hình tài chính kém thường dễ bị mua lại nội địa. Focarelli và cộng sự (2002), Bertrand và Zitouna (2008), Hannan và Pilloff (2009), Starks và Wei (2013) cho rằng các công ty thầu tóm nội địa về cơ bản có lợi thế thông tin, lợi thế mạng lưới và thị trường hơn các công ty thầu tóm 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 thầu tóm nước ngoài thông qua mua lại xuyên biên giới để tìm kiếm các công ty mục tiêu có kết quả tài chính tốt khi thâm nhập vào một thị trường mới. Zhu và 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 thầu tóm thích nghi tốt hơn trong môi trường mới. Ye (2014) còn nhấn mạnh rằng, do sự bất đối xứng thông tin (về tiêu chuẩn kế toán, văn hóa, sự khác biệt pháp lý), các công ty thầu tóm xuyên biên giới 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. Tính thanh khoản cổ phiếu thường phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết. Nếu một doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh hiệu quả, chính sách cổ tức hấp dẫn, doanh nghiệp này nhiều khả năng thu hút nhà đầu tư hơn, qua đó cổ phiếu của doanh nghiệp cũng có thể dễ dàng mua bán trên thị trường. Do đó, có thể thấy rằng thanh khoản cổ phiếu công ty mục tiêu có một ảnh hưởng nhất định đến việc lựa chọn khu vực M&A của công ty thầu tóm.

Nghiên cứu của Aybar và Ficici (2009) cũng chỉ ra rằng, mua lại một công ty có tính thanh khoản cao hơn làm cho cổ phiếu của công ty thầu tóm có thanh khoản cao hơn, các công ty thầu tóm xuyên biên giới ưa thích những cổ phiếu có thanh khoản cao vì họ thường phải cân đối lại danh mục đầu tư của mình để đáp ứng yêu cầu mua lại. Nghiên cứu của Massa và cộng sự (2013) cũng nhận thấy, công ty thầu tóm sẵn sàng trả nhiều hơn cho một công ty mục tiêu có thanh khoản cổ phiếu cao hơn. Từ những kết luận trên càng củng cố vấn đề đặt ra rằng, thanh khoản cổ phiếu của công ty mục tiêu có ảnh hưởng đến việc lựa chọn khu vực M&A. Dựa trên giả thuyết thâm nhập thị trường chiến lược, chúng tôi đề xuất hai giả thuyết như sau:

Giả thuyết H1: các công ty mục tiêu xuyên biên giới có thanh khoản cổ phiếu cao hơn các công ty mục tiêu nội địa.

Giả thuyết H2: các công ty thầu tóm xuyên biên giới có xu hướng mua lại các công ty mục tiêu có thanh khoản cổ phiếu tốt hơn.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Trong nghiên cứu này, mẫu khảo sát bao gồm toàn bộ các công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) trong khoảng thời gian 2005-2018. Dữ liệu kế toán, kết quả tài chính và giá cổ phiếu được sử dụng trong nghiên cứu này được cung cấp bởi StoxPlus, một công ty uy tín chuyên thu thập và phân tích dữ liệu tài chính của các công ty ở Việt Nam. Dữ liệu về thương vụ M&A được thu thập từ cơ sở dữ liệu có trả phí Thomson Reuters SDC Platinum. Yêu cầu về dữ liệu là các công ty thầu tóm chào mua có phần tại các công ty mục tiêu không ít hơn 5% và không nắm giữ ít hơn 5% sau khi thương vụ được hoàn thành. Như vậy, nghiên cứu đã thu thập được 486

thương vụ M&A trong giai đoạn 2005-2018 gồm cả mua lại nội địa và xuyên biên giới.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Để khảo sát ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu đến sự lựa chọn khu vực M&A của các công ty thầu tóm, chúng tôi dựa trên mô hình hồi quy đa biến với dữ liệu chéo (Cross-sectional data regression) như sau:

$$\text{CROSS-BORDER}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ILLIQ}_{i,t} + \beta_2 \text{CONTROLS}_{i,t-1} + \gamma_i + \delta_t + \xi_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó:

- Biến phụ thuộc (CROSS-BORDER): là 1 nếu biến nhị phân, nhận giá trị bằng 1 nếu thương vụ M&A xuyên biên giới xảy ra, bằng 0 nếu thương vụ đó là M&A nội địa.

- Biến độc lập (ILLIQ): biến độc lập trong mô hình nghiên cứu là tính thanh khoản kém của cổ phiếu. Dựa trên Amihud (2002), tính thanh khoản kém (ILLIQ) được đo lường như sau:

$$\text{ILLIQ}_{it} = 1/D_{it} \sum_t (d = 1)^t (D_{it}) \equiv \left[(R_{it} d_{it} / V_{it} d_{it}) \right]$$

Trong đó: ILLIQ_{it} là chỉ số kém thanh khoản của cổ phiếu; R_{it} là lợi nhuận giao dịch của cổ phiếu i mỗi ngày d trong mỗi năm t; D_{it} là số ngày giao dịch mà cổ phiếu i giao dịch trong mỗi năm t; V_{it} là khối lượng cổ phiếu i được giao dịch mỗi ngày d trong mỗi năm t.

Khi tỷ lệ kém thanh khoản cao, tức ILLIQ_{it} lớn, cổ phiếu i được xem là có thanh khoản thấp. Tỷ lệ này được coi là phản ứng của giá cổ phiếu hàng ngày với khối lượng giao dịch. Công thức đo lường này đồng thời quan tâm đến độ sâu, tức là khối lượng cổ phiếu được giao dịch và độ rộng, tức là chênh lệch giá cổ phiếu. Theo cách đo lường này, những cổ phiếu có chênh lệch giá thấp và có số lượng cổ phiếu giao dịch lớn sẽ là những cổ phiếu có thanh khoản tốt. Vì vậy, tỷ lệ thanh khoản kém ILLIQ của cổ phiếu càng cao thì thanh khoản cổ phiếu càng thấp và ngược lại.

- Biến kiểm soát (CONTROLS): một tập hợp các biến được sử dụng để kiểm soát các hiệu ứng khác được xác định bởi các nghiên

cứu trước đây (Bange và Mazzeo, 2004; Andriosopoulos và Yang, 2015). Có 2 nhóm biến kiểm soát được sử dụng để kiểm soát mô hình:

+ Các biến nội tại của công ty mục tiêu (firm-level) (được thu thập từ báo cáo tài chính vào năm tài chính gần nhất kết thúc trước thời điểm xảy ra thương vụ) gồm: LEVERAGE: đòn bẩy tài chính (được xác định bằng cách lấy tổng nợ chia cho tổng tài sản); ROA: tỷ lệ lợi nhuận trên tài sản (được xác định bằng cách lấy lợi nhuận ròng trước thuế chia cho tổng tài sản); SALESGROWTH: tỷ lệ tăng trưởng doanh thu.

+ Các biến đặc điểm của thương vụ (deal-specific) gồm: RELATED: biến nhị phân (nhận giá trị 1 nếu công ty mục tiêu và công ty thầy tóm hoạt động trong cùng một lĩnh vực và nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại); CASH: biến nhị phân (nhận giá trị 1 nếu thương vụ được thanh toán bằng tiền mặt và nhận giá trị 0 cho các trường hợp còn lại); TOEHOLD: biến nhị phân (nhận giá trị bằng 1 nếu công ty đầu tư có sở hữu vốn cổ phần trong công ty mục tiêu tại thời điểm thương vụ và nhận giá trị bằng 0 cho trường hợp ngược lại).

Để hạn chế ảnh hưởng của những quan sát ngoại vi, chúng tôi biến đổi các quan sát của các biến ở phần vị 1% và phần vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến liên tục.

Winsorizing là thủ tục thay thế các giá trị cực đoan với các giá trị của các quan sát tại ngoại vi, từ đó giảm ảnh hưởng của những giá trị cực đoan lên các kết quả thống kê.

Mô hình (1) bao gồm ảnh hưởng cố định ngành (γ_i) và ảnh hưởng cố định năm (δ_t) nhằm kiểm soát tác động chi phối của ngành và năm lên ảnh hưởng của quản trị công ty đến chính sách phân phối cổ tức. Ngoài ra, sai số chuẩn cũng đã được điều chỉnh để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất và được ước lượng theo ngành để giải quyết vấn đề tự tương quan.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả các biến được sử dụng trong nghiên cứu này. Tỷ lệ kết thanh khoản cổ phiếu trung bình của các công ty mục tiêu trong khoảng thời gian mẫu là -2,624. Về các biến kiểm soát nội tại của công ty mục tiêu, tỷ lệ tăng trưởng doanh thu trung bình là 34,14%, tỷ lệ nợ trung bình đạt 49,53%, trong khi kết quả kinh doanh đạt trung bình 1,17%. Về các biến kiểm soát đặc điểm thương vụ, kết quả cho thấy các thương vụ mua lại cùng ngành chỉ chiếm 7%. Trong khi đó, thanh toán bằng tiền mặt là 41% và tỷ lệ công ty đầu tư có sở hữu vốn cổ phần tại công ty mục tiêu trước khi thông báo thương vụ là 33%.

BẢNG 1: Kết quả thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CROSS-BORDER	485	0,136	0,343	0	1
ILLIQ	346	-2,625	3,178	-11,245	2,939
SALESGROWTH	465	0,341	1,401	-1	26,3
LEVERAGE	479	0,495	0,259	0,001	2,818
ROA	478	0,177	0,129	0	1,551
RELATED	485	0,071	0,255	0	1
CASH	485	0,410	0,492	0	1
TOEHOLD	485	0,331	0,471	0	1

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả tương quan giữa hai khu vực sáp nhập. Kết quả cho thấy trong tổng số 485 thương vụ thì M&A xuyên biên giới chiếm 13%, tương ứng với 66 thương vụ, M&A nội địa lên đến 419 thương vụ. Bên cạnh đó, các công ty thầu tóm nước ngoài cũng thường

lựa chọn các đối tác cùng ngành và thanh toán bằng tiền mặt hơn các công ty thầu tóm nội địa. Trong khi đó, số các công ty thầu tóm nội địa có sở hữu vốn tại công ty mục tiêu trước thương vụ nhiều hơn so với số công ty thầu tóm xuyên biên giới.

BẢNG 2: Đặc điểm của các thương vụ mua lại theo từng loại hình M&A

Khu vực M&A	Số lượng thương vụ	Mua cùng ngành (%)	Tỷ lệ sở hữu tại thời điểm mua lại (%)	Mua lại bằng tiền mặt (%)
Xuyên biên giới	66	13	40	45
Nội địa	419	6	48	40

Nguồn: Tính toán của tác giả.

4.2. Sự khác biệt về thanh khoản cổ phiếu giữa 2 khu vực M&A

Bảng 3 mô tả sự khác biệt về tỷ lệ kém thanh khoản của các công ty mục tiêu phân theo khu vực M&A giai đoạn trước và sau khi thương vụ được hoàn thành. Kết quả cho thấy, ở cả giai đoạn trước mua lại cũng như một năm sau khi thương vụ đã hoàn thành, các công ty

mục tiêu dưới hình thức M&A xuyên biên giới có thanh khoản cổ phiếu cao hơn các công ty mục tiêu nội địa². Kết quả này ủng hộ giả thuyết H1 rằng, các công ty thầu tóm xuyên biên giới thường chọn những công ty mục tiêu có thanh khoản cổ phiếu cao và chúng vẫn duy trì được tính thanh khoản ở mức cao trong năm đầu tiên sau thương vụ.

BẢNG 3: Thanh khoản cổ phiếu giữa 2 khu vực M&A

Tính kém thanh khoản (ILLIQ)	Thương vụ xuyên biên giới			Thương vụ nội địa			Difference test t-ratio
	N	Mean	Std.Dev	N	Mean	Std.Dev	
Trước khi thông báo thương vụ (Pre-bid)	52	-3,664	3,255	293	-2,449	3,136	2,562***
Sau khi thương vụ hoàn thành (Post-bid)	52	-4,109	3,452	278	-2,298	3,82	3,621***

Nguồn: Tính toán của tác giả.

4.3. Thanh khoản cổ phiếu và quyết định lựa chọn khu vực M&A

Bảng 4 xem xét mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu công ty mục tiêu và việc lựa chọn khu vực M&A của công ty thầu tóm. Kết quả hồi quy cho thấy rằng biến ILLIQ có tương quan ngược chiều và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đối với biến

CROSS-BORDER, nghĩa là công ty thầu tóm xuyên biên giới có xu hướng lựa chọn những đối tác có thanh khoản cao hơn và kết quả này phù hợp với giả thuyết H2.

2. Có thể thấy số lượng quan sát biến giảm trong thương vụ nội địa với nguyên nhân chính là do một số công ty bị thầu tóm 100% nên không còn được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán.

BẢNG 4: Ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu đến sự lựa chọn khu vực M&A

Biến	Quyết định lựa chọn khu vực M&A	
	Mô hình (1)	Mô hình (2)
ILLIQ	-0,263***	-0,169**
	(-3,53)	(-1,99)
SALESGROWTH		0,147
		(0,53)
LEVERAGE		-2,642**
		(-2,38)
ROA		-0,373
		(-1,62)
RELATED		3,172***
		(3,12)
CASH		0,153
		(0,31)
TOEHOLD		-1,408***
		(-2,58)
Constant	-2,560*	-1,330
	(-1,70)	(-0,69)
Industry, Year effects	IY	IY
Adj.R ²	24,27%	33,11%
N	302	294

Ghi chú: ký hiệu ***, ** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%. Các mô hình ở trên đã bao gồm ảnh hưởng cố định ngành (γ) và ảnh hưởng cố định năm (δ) nhằm kiểm soát tác động chi phối của ngành (I) và năm (Y) đối với ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu đến sự lựa chọn khu vực M&A.

Để tiếp tục kiểm định tính bền vững của kết quả nghiên cứu, chúng tôi lặp lại mô hình hồi quy, trong đó, biến ILLIQ_{i,t} (biến tỷ lệ kém thanh khoản cổ phiếu của công ty mục tiêu với độ trễ 1 năm) là biến độc lập. Sử dụng giá trị trễ của biến độc lập cho phép hạn chế ảnh hưởng theo chiều ngược lại. Một lần nữa, kết quả ở bảng 5 vẫn phù hợp với

những phát hiện trong các phân tích ở phần trước. Biến ILLIQ_{i,t} tương quan ngược chiều với biến CROSS-BORDER, đồng nghĩa với việc các công ty thu tóm nước ngoài lựa chọn các công ty mục tiêu có thanh khoản cao, trong khi các công ty thu tóm nội địa, do lợi thế của “sân nhà” có thể hài lòng với các đối tác kém thanh khoản hơn.

BẢNG 5: Kiểm định tính bền vững của kết quả nghiên cứu

Biến	Quyết định lựa chọn khu vực M&A	
	Mô hình (1)	Mô hình (2)
ILLIQ _{i,t-1}	-0,265***	-0,185**
	(-3,48)	(-2,24)
SALESGROWTH		0,209
		(0,74)
LEVERAGE		-2,473**
		(-2,22)
ROA		-0,398*
		(-1,70)
RELATED		3,305***
		(3,24)
CASH		0,246
		(0,49)
TOEHOLD		-1,524***
		(-2,76)
Constant	-2,456*	-1,490
	(-1,66)	(-0,77)
Industry, Year effects	IY	IY
Adj.R ²	24,25%	33,61%
N	302	294

Ghi chú: ký hiệu ***, ** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%. Các mô hình ở trên đã bao gồm ảnh hưởng cố định ngành (γ) và ảnh hưởng cố định năm (δ) nhằm kiểm soát tác động chi phối của ngành (I) và năm (Y) đối với ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu đến sự lựa chọn khu vực M&A.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Sử dụng bộ dữ liệu toàn diện về các thương vụ ở Việt Nam trong giai đoạn 2005-2018, kết quả nghiên cứu cho thấy, các công ty thu tóm nước ngoài thông qua hình thức M&A xuyên biên giới có xu hướng lựa chọn các công ty mục tiêu Việt Nam có thanh khoản cổ phiếu cao để giảm thiểu rủi ro gia nhập thị trường mới, điều này phù hợp với giả thuyết thâm nhập thị trường. Kết quả này khẳng định tính thanh khoản cổ phiếu đóng một vai trò quan trọng trong quá trình ra quyết định khu vực sáp nhập của các công ty thu tóm.

Đối với các nhà quản trị công ty, nghiên cứu nhận thấy yếu tố hiệu quả chức năng của thị trường chứng khoán thể hiện thông qua thanh khoản thị trường mang tính quyết định đến giá trị công ty và lập kế hoạch chiến lược của doanh nghiệp. Chi phí giao dịch thấp (được thể hiện qua tính thanh khoản cao của cổ phiếu) làm cho việc sở hữu hoặc bán tháo cổ phiếu bởi những nhà đầu tư dài hạn trở nên dễ dàng hơn. Tuy nhiên, không như những nhà đầu tư ngắn hạn, nhà đầu tư dài hạn thường quan tâm đến triển vọng gia tăng giá trị công ty, họ có thể góp phần cải thiện vấn đề quản trị công ty cũng như gia tăng chất lượng công bố thông tin của các công ty mà họ đang nắm giữ cổ phiếu. Bởi vì lợi ích dài hạn và quyền lợi đáng kể của những nhà đầu tư này trong công ty mà họ đang sở hữu cổ phiếu, nhà đầu tư dài hạn có động lực và điều kiện để theo dõi, giám sát ban điều hành và hoạt động của công ty, điều này giúp gia tăng sự minh bạch của công ty và góp phần hạn chế vấn đề người đại diện. Hệ quả là công ty trở nên minh bạch hơn và điều này kích thích các nhà đầu tư nước ngoài mua cổ phần, gia tăng chất lượng quản trị công ty.

Đối với các nhà đầu tư, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng, việc tìm kiếm các công ty mục tiêu cũng như sàng lọc cổ phiếu dựa trên tính thanh khoản có thể giúp xác định được công ty mục tiêu tiềm năng./

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Andriosopoulos D. & Yang S. (2015), The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom, *Journal of Banking & Finance*, 50, 547-561.
2. Amihud Y. (2002), Illiquidity and stock returns: Cross-section and time series effects, *Journal of Financial Markets* 5, 31-56.
3. Amihud Y., Mendelson H. & Pedersen L.H. (2005), Liquidity and asset prices, *Foundations and Trends in Finance*, 1, 269-364.
4. Aybar A. & Fici (2009), Cross-Border Acquisitions and Firm Value: An Analysis of Emerging-Market Multinationals, *Journal of International Business Studies*, 40: 1317-1338.
5. Bange M. & Mazzeo M. (2004), Board Composition, Board Effectiveness, the Observed Form of Takeover Bids, *Review of Financial Studies*, 17(4), 1185-1215.
6. Bekaert G. & C.R. Harvey. (2000), Foreign speculators and emerging equity markets, *Journal of Finance*, 55, 565-613.
7. Bertrand O. & Zitouna H. (2008), Domestic versus cross-border acquisitions: which impact on the target firms' performance? *Applied Economics*, 40, 2221-2238.
8. Buckley P., Forsans N. & Munja S. (2012), Host-home country linkages and host—home country specific advantages as determinants of foreign acquisitions by Indian firms, *International Business Review*, 21, 878-890.
9. Conn R.L., Cosh A., Guest P.M. & Hughes A. (2005), The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions, *Journal of Business Finance & Accounting*, 32, 815-870.
10. Dang M., Henry D., Yin X. & Vo T.T.A. (2018), Target corporate governance, acquirers' location choices, and partial acquisitions, *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, 82-104.
11. Dow J. & Gorton G. (1997), Stock market efficiency and economic efficiency: Is there a connection? *Journal of Finance*, 52, 1087-1129.
12. Edmans A. & Manso G. (2011), Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders, *Review of Financial Studies*, 24, 2395-2428.
13. Fukao K., Ito K., Kwon H.U. & Takiza M. (2006), Cross-Border Acquisitions and Target Firms' Performance: Evidence From Japanese Firm-Level Data, *NBER Working Paper*, 12422.

14. Focarelli D., Panetta F. & Salleo C. (2002), Why do banks merge? *Journal of Money, Credit and Banking*, 34(4), 1047-1066.
15. Halebian C.E., Devers G., McNamara M.A., Carpenter R.B. Davison (2009), Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda *Journal of Management*, 35: 469-502.
16. Hannan T.H. & Pilloff S.J. (2009), Acquisition targets and motives in the banking industry, *Journal of Money, Credit and Banking*, 41, 1167-1187.
17. Harris D. & Ravenscraft (1991), The role of acquisitions in foreign direct investment: evidence from the U.S. stock market, *The Journal of Finance*, 46: 825-844.
18. Hennart J.F. & Reddy S. (1997), The Choice between Mergers/Acquisitions and Joint Ventures: The Case of Japanese Investors in the United States, *Strategic Management Journal*, 18, 1-12.
19. Keown A.J., Pinkerton J.M. (1981), Merger announcements and insider trading activity: An empirical investigation, *Journal of Finance*, 36, 855-869.
20. Massa M. & Xu M. (2013), The Value of (Stock) Liquidity in the M&A Market, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(5), 1463-1497.
21. Martynova L. & Renneboog L. (2008), A century of corporate takeovers: what have we learned and where do we stand? *Journal of Banking and Finance*, 32: 2148-2177.
22. Moeller S.B. & Schlingemann F.P. (2005), Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions, *Journal of Banking & Finance*, 29, 533-564.
23. Meyer K.E., Mudambi R. & Narula R. (2011), Multinational enterprises and local contexts: The opportunities and challenges of multiple embeddedness, *Journal of Management Studies*, 48(2), 235-252.
24. Schwert G.W. (1996), Markup pricing in mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 41, 153-192.
25. Servaes H. & Zenner M. (1994), Taxes and the returns to foreign acquisitions in the United States, *Financial Management*, 23, 42-56.
26. Shimizu, M. Hitt, D. Vaidyanath & V. Pisano (2004), Theoretical Foundations of Cross-Border Mergers and Acquisitions: A review of Current Research and Recommendations for the Future, *Journal of International Management*, 10: 307-353.
27. Starks L. & Wei K. (2013), Cross-border mergers and differences in corporate governance, *International Review of Finance*, 13, 265-297.
28. Subrahmanyam A. & Titman S. (2001), Feedback from stock prices to cash flows, *Journal of Finance*, 56, 2389-2413.
29. Tichy G. (2001), What do we know about success and failure of mergers, *Journal of Industry, Competition and Trade*, 1(4): 347-94.
30. UNCTAD (2018), *Investment and New Industrial Policies (UNCTAD/WTR/2018)*, United Nations, New York and Geneva.
31. Weston J.F., J.A. Siu & B.A. Johnson (2001), *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, 3ed, Upper Saddle River, Prentice Hall.
32. Yang J., Guariglia A. & Guo J.M. (2017), To what extent does corporate liquidity affect M&A decisions, method of payment and performance? Evidence from China, *Journal of Corporate Finance*, 54, 128-152.
33. 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.
34. Zhu P.C., Jog V. & Otchere I. (2011), Partial acquisitions in emerging markets: A test of the strategic market entry and corporate control hypotheses, *Journal of Corporate Finance*, 17, 288-305.

Ngày nhận bài: 14-05-2019
Ngày duyệt đăng: 20-06-2019