

Môi trường thông tin của công ty và hành vi nâng giá cổ phiếu trong thị trường M&A Việt Nam

DẶNG HỮU MÃN
HOÀNG DƯƠNG VIỆT ANH
LÊ THÙY DUNG
TRẦN THANH TOÀN

Nghiên cứu này khảo sát ảnh hưởng của môi trường thông tin của công ty đến phản ứng giá cổ phiếu của các công ty mục tiêu ở 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 khẳng định sự bất đối xứng thông tin nói riêng và hiệu quả thị trường chứng khoán nói chung ảnh hưởng mạnh đến lợi tức cổ phiếu của các công ty mục tiêu và đóng một vai trò quan trọng trong quá trình lập kế hoạch chào mua của các công ty đầu tư; đồng thời cung cấp những hàm ý chính sách có giá trị tham khảo đối với nhà đầu tư và nhà quản trị công ty.

Từ khóa: môi trường thông tin, sáp nhập và mua lại, M&A, hành vi nâng giá cổ phiếu, công ty đầu tư, công ty mục tiêu.

1. Giới thiệu

Các nghiên cứu trước đây đã nhận thấy sự tồn tại của lợi nhuận bất thường đáng kể trong giá cổ phiếu của các công ty mục tiêu (công ty được mua lại) trước khi có thông báo mua lại và điều này thường được gọi là hành vi nâng giá cổ phiếu của các công ty mục tiêu (Keown và Pinkerton, 1981; Barclay và Warner, 1993; Schwert, 1996; Brigida và Madura, 2012). Hành vi này có thể dẫn đến việc các công ty đầu tư (công ty đi mua lại) phải nâng giá chào mua và thanh toán một phần bù thương vụ¹ lớn hơn cho các công ty mục tiêu². Schwert (1996), King và Padalko (2005) cho rằng, các hành vi này là hệ quả của sự bất đối xứng thông tin giữa công ty mục tiêu và công ty đầu tư về giá trị thực của công ty mục tiêu. Huddart và Ke (2007), Haggard và cộng sự (2008), Dasgupta và cộng sự (2010) chỉ ra rằng, các công ty mục tiêu với mức độ thông tin bất đối xứng lớn thường có xu hướng bị rò rỉ thông tin trước sự kiện thông báo mua lại.

Ở phương diện công ty đầu tư, nghiên cứu của Schwert (1996), Betton và cộng sự

(2007) nhận thấy, vai trò quan trọng của giá chào mua đối với khả năng thành công của thương vụ. Chẳng hạn, công ty mục tiêu có thể yêu cầu công ty đầu tư tăng giá chào mua, hoặc từ chối mức giá chào mua ban đầu khi so sánh với mức giá đề nghị của một công ty đầu tư khác trong một thương vụ cạnh tranh. Các tác giả đề nghị rằng, các công ty đầu tư cần xem xét cẩn trọng giá chào mua trong quá trình ra quyết định mua lại, nhằm tối đa hóa giá trị cộng hưởng của thương vụ. Một số nghiên cứu đã tập trung giải quyết vấn đề, phải chăng hành vi nâng giá cổ phiếu của các

Dặng Hữu Mãn, TS.; Hoàng Dương Việt Anh, TS.; Trần Thanh Toàn, Trường đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng. Lê Thùy Dung, ThS., Trường đại học Kinh tế Nghệ An.

1. Phần bù thương vụ là sự chênh lệch giữa giá chào mua của công ty đầu tư và giá cổ phiếu trước thời điểm thông báo mua lại của công ty mục tiêu.

2. Barclay & Warner (1993) và Schwert (1996) nhận thấy lợi nhuận bất thường đáng kể này chiếm lần lượt là 50% và 57% trong tổng phần bù thương vụ.

công ty mục tiêu đã dẫn đến việc các công ty đầu tư phải nâng giá chào mua? Betton và cộng sự (2008) nhận thấy, mối quan hệ cùng chiều giữa phần bù thương vụ và hành vi nâng giá, kết quả này xác nhận rằng các công ty đầu tư đã ít nhiều điều chỉnh mức giá chào mua sau sự kiện thông báo thương vụ.

Ở một khía cạnh liên quan, các nghiên cứu trước đây đã kiểm tra ảnh hưởng của sự bất đối xứng thông tin đến phần bù thương vụ mua lại (Dong và cộng sự, 2006; Chemmanur và cộng sự, 2009). Các tác giả nhận thấy rằng, nếu công ty đầu tư và công ty mục tiêu có thông tin bất đối xứng về giá trị thật của cổ phiếu, nhiều khả năng sẽ dẫn đến rò rỉ thông tin, do đó ảnh hưởng đến phần bù, chi phí thương vụ cũng như giá trị cộng hưởng được tạo ra. Những phát hiện này cho thấy rằng, sự bất đối xứng thông tin trong hoạt động sáp nhập và mua lại (M&A) là lý do dẫn đến hành vi nâng giá cổ phiếu trước thương vụ.

Trong thị trường sáp nhập và mua lại doanh nghiệp, Moeller và cộng sự (2004) nhận thấy, các nhà đầu tư thường phản ứng tiêu cực trước các sự kiện đầu tư của các tập đoàn lớn. Buehlmaier (2016) kiểm tra cách truyền thông đại chúng tiên đoán khả năng thành công của thương vụ, nhận thấy xác suất thương vụ mua lại sẽ cao hơn nếu báo chí truyền thông công bố những thông tin có lợi cho công ty đầu tư. Mazboudi và Khalil (2017) điều tra liệu các công ty lớn có thật sự giảm sự bất đối xứng thông tin với các nhà đầu tư nếu họ sử dụng phương tiện truyền thông xã hội (như Twitter) để phổ biến tin tức. Các tác giả nhận thấy rằng, những tin tức do chính bản thân công ty đầu tư đăng tải (firm-initiated news) có khả năng làm tăng tính thanh khoản của giá cổ phiếu, do đó kết quả này ủng hộ giả thuyết giảm bất đối xứng thông tin giữa công ty và các nhà đầu tư. Nhìn chung, các nghiên cứu hiện có đã làm rõ vai trò của môi trường thông tin

công ty đối với hành vi nâng giá cổ phiếu của các công ty mục tiêu và động thái điều chỉnh giá chào mua của các công ty đầu tư ở các quốc gia có môi trường thể chế tốt và chất lượng minh bạch thông tin cao.

Thị trường M&A Việt Nam trong những năm qua đã chứng kiến những cơn sốt kỷ lục. Theo báo cáo của SDC Platinum, trong giai đoạn 2007-2018, đã có gần 4.000 thương vụ M&A được thực hiện thành công tại Việt Nam, với tổng giá trị lên tới 48,8 tỷ USD. 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, 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. Sự phát triển của thị trường M&A Việt Nam trong thời gian qua gắn liền với tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, đặc biệt là chính sách thoái vốn tại các doanh nghiệp nhà nước theo Quyết định số 1232/2017/QĐ-TTg phê chuẩn danh mục 406 doanh nghiệp nhà nước phải thoái vốn trong giai đoạn 2017 - 2020 đang được đẩy mạnh triển khai thực hiện. Tuy vậy, thị trường M&A Việt Nam vẫn còn nhiều thách thức, đặc biệt hoạt động M&A đang được quy định rất nhiều luật và văn bản quy phạm pháp luật khác nhau và mới chỉ quy định chung, chưa có những quy định chi tiết. Điều này vừa làm cho các chủ thể tham gia hoạt động M&A gặp khó khăn trong việc thực hiện, vừa làm cho các cơ quan quản lý nhà nước khó kiểm soát các hoạt động M&A. Ngoài ra, thực trạng báo cáo tài chính và công bố thông tin chưa minh bạch, thao túng báo cáo tài chính (McGee, 2009), gây ảnh hưởng đến định giá chào mua trong thương vụ, cản trở dòng vốn M&A xuyên biên giới vào Việt Nam. Do vậy, việc phân tích ảnh hưởng của môi trường thông tin của công ty 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. Môi trường thông tin của công ty

Môi trường thông tin của công ty phản ánh tính minh bạch của công ty trên cơ sở sự sẵn có của những thông tin liên quan đến công ty được công bố ra cho các nhà đầu tư và những đối tác kinh doanh bên ngoài (Bushman và cộng sự, 2004). Môi trường thông tin của công ty tốt nghĩa là công ty có sự minh bạch thông tin, đặc biệt là minh bạch trong công bố thu nhập (George và cộng sự, 2009). Điều này thể hiện trong thông tin báo cáo tài chính và một phần phản ánh mức độ bất cân xứng thông tin giữa những người bên trong và bên ngoài công ty. Healy và Palepu (2001) cho rằng, ngay cả trong một thị trường vốn hiệu quả, vẫn có khả năng xảy ra vấn đề quản trị lợi nhuận từ các nhà quản lý công bố ra bên ngoài³. Sự minh bạch trong công bố thông tin của công ty có vai trò quan trọng, ảnh hưởng đến các quyết định của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Đó là lý do tại sao có bất kỳ thay đổi nào về tính minh bạch trong công bố thông tin sẽ dẫn đến sự bất cân xứng thông tin và ảnh hưởng đến giá trị thật của công ty. Nghiên cứu của Barth và cộng sự (2013) kiểm tra mối liên quan giữa tính minh bạch trong công bố thu nhập (phản ánh sự bất cân xứng thông tin thu nhập) và chi phí vốn cổ phần cũng như những thay đổi về giá trị thị trường của các công ty. Nghiên cứu nhận thấy rằng, những công ty ít có bất cân xứng trong công bố thông tin thu nhập sẽ có chi phí vốn thấp hơn và phản ánh chính xác hơn giá trị công ty.

2.2. Hành vi nâng giá cổ phiếu trước khi các thương vụ M&A được thông báo

Ở cấp độ công ty, lý thuyết thông tin bất đối xứng đề xuất rằng, mức độ minh bạch thông tin khác nhau đáng kể giữa các công ty mục tiêu là do sự khác biệt về môi trường thông tin của công ty. Do đó, các công ty mục tiêu với mức độ thông tin bất đối xứng

cao hơn có thể dẫn đến hành vi tăng giá cổ phiếu đáng kể trước khi thông báo mua lại và phù hợp với giả thuyết nâng giá cổ phiếu trước thông báo mua lại được đề xuất bởi Keown và Pinkerton (1981). Jensen và Ruback (1983), Jarrell và Poulsen (1989) lập luận rằng, việc tăng giá cổ phiếu công ty mục tiêu trước khi thương vụ được chính thức thông báo xuất phát từ báo cáo của thị trường dựa trên thông tin công khai của công ty. Nghiên cứu nhấn mạnh vai trò công bố thông tin của công ty đối với sự biến động giá cổ phiếu công ty mục tiêu tiềm năng trước ngày công bố thương vụ. Mặc dù họ không giải thích được cơ chế tại sao thông tin được đưa vào trong giá cổ phiếu. Ma và cộng sự (2009) chỉ ra rằng, rò rỉ thông tin do môi trường pháp lý kém và thiếu thực thi pháp luật có thể tạo ra sự tăng giá cổ phiếu. Nghiên cứu của họ đưa ra giả thuyết rằng, các nước phát triển có hệ thống pháp lý tốt để bảo vệ lợi ích của cổ đông cũng như phúc lợi của người tiêu dùng, khác với nhiều nền kinh tế mới nổi hoặc đang phát triển với môi trường pháp lý kém cũng như công tác thực thi luật pháp yếu. Nghiên cứu đề nghị rằng, rò rỉ thông tin tại các thị trường đang phát triển có thể được phản ánh trong định giá cổ phiếu trước ngày công bố sự kiện đầu tư.

Ở khía cạnh liên quan, Schwert (1996) nhận thấy rằng, hành vi nâng giá cổ phiếu của công ty mục tiêu sẽ áp đặt chi phí mua lại lên công ty đầu tư và từ đó gia tăng lợi tức phụ trội (abnormal returns) cũng như giá trị cộng hưởng (synergies) của các cổ đông công ty mục tiêu sau khi thương vụ được hoàn thành. Lý giải cho hành vi nâng giá này, một số nghiên cứu cho rằng sự tăng giá phản ánh kỳ vọng và phản ứng của các nhà đầu tư đối với sự kiện thông báo thương vụ sắp tới. Giải thích thứ hai là sự tăng giá

3. Quản trị lợi nhuận được định nghĩa là hành vi hoặc các thủ thuật điều chỉnh báo cáo tài chính của nhà quản lý công ty dẫn đến việc phản ánh thiếu thiên lệch hoặc phóng đại kết quả hoạt động kinh doanh của công ty (Healy và Palepu, 2001).

đến từ sự gia tăng khối lượng giao dịch bất thường của những người bên trong công ty trước ngày sự kiện được công bố. Nghiên cứu của Jabbour (2000) nhận thấy những người bên trong công ty có cơ hội đạt được lợi tức phụ trội dương trong khoảng thời gian trước khi công bố sự kiện. Jabbour, Jalilvand và Switzer (2000) bổ sung thêm, thay vì giao dịch nội gián, kỳ vọng của những nhà đầu tư về khả năng thành công của thương vụ sắp tới là sự giải thích quan trọng nhất cho việc tăng giá cổ phiếu của công ty mục tiêu trước ngày công bố thương vụ.

Về phương diện lợi tức cổ phiếu, một số nghiên cứu khác nhận thấy rằng, đặc điểm thị trường ảnh hưởng khác nhau đến lợi tức phụ trội xung quanh ngày thông báo thương vụ. Yılmaz và Tanyeri (2016) nhận thấy lợi tức phụ trội của công ty mục tiêu cao hơn đáng kể ở các thị trường phát triển so với các thị trường mới nổi. Sự khác biệt này có thể được giải thích bởi hiệu quả thị trường. Hiệu quả thị trường khác nhau giữa các nước phát triển và đang phát triển do sự khác biệt về thanh khoản (Chordia và cộng sự, 2008), hoặc sự khác biệt về hành vi quản trị lợi nhuận (George và cộng sự, 2009). Nếu thị trường kém hiệu quả hơn ở một số quốc gia so với các quốc gia khác, phản ứng thị trường có thể chậm hơn ở các quốc gia kém hiệu quả hơn.

Hiện tại ở Việt Nam vẫn chưa ghi nhận nghiên cứu nào đánh giá tác động của môi trường thông tin của công ty đến hành vi nâng giá cổ phiếu của các công ty mục tiêu trong thương vụ sáp nhập và mua lại. Nghiên cứu này hoàn thiện khoảng trống nêu trên và cho rằng, môi trường thông tin của công ty kém có thể làm giảm nhận thức và tầm nhìn của nhà đầu tư, do đó gia tăng hành vi nâng giá cổ phiếu trước khi thương vụ được công bố. Nghiên cứu này đề xuất hai giả thuyết như sau:

Giả thuyết H1: các công ty mục tiêu có hành vi nâng giá cổ phiếu trước khi thương vụ được thông báo.

Giả thuyết H2: môi trường thông tin của công ty đã tác động đến hành vi điều chỉnh giá chào mua và lợi tức cổ phiếu xung quanh ngày thông báo thương vụ.

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 mục tiêu có 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.

Để xử lý vấn đề thiên lệch mẫu, nghiên cứu này loại bỏ các thương vụ mà công ty đầu tư chào mua cổ phần tại các công ty mục tiêu ít hơn 5% và nắm giữ ít hơn 5% sau khi thương vụ được hoàn thành. Kết quả cuối cùng, nghiên cứu đã thu thập được 486 thương vụ M&A trong giai đoạn 2005-2018.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

• Phương pháp nghiên cứu sự kiện (Event study)

Phương pháp này được sử dụng để đo lường ảnh hưởng của những sự kiện nhất định đến sự biến động giá cổ phiếu của doanh nghiệp (gọi là lợi tức bất thường hoặc lợi tức phụ trội) xung quanh ngày thông báo sự kiện. 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):

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

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, R_{mt} là lợi tức vào ngày t của thị trường; 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 và Zitouna (2008), ảnh hưởng của mỗi sự kiện M&A đến biến động giá cổ phiếu được phản ánh không chỉ vào ngày thông báo thương vụ mà còn được thể hiện trong một khoảng thời gian xung quanh ngày thông báo thương vụ, gọi là của sổ sự kiện. Mỗi của sổ sự kiện bắt đầu từ T_1 ngày trước ngày thông báo sự kiện đến T_2 ngày sau ngày thông báo sự kiện, của sổ sự kiện (T_1, T_2). Sự chênh lệch giữa lợi tức thực và lợi tức kỳ vọng của mỗi cổ phiếu trong khoảng thời gian của sổ sự kiện (T_1, T_2) được gọi là lợi tức phụ trội 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 phụ trội tích lũy của tất cả cổ phiếu trong mẫu quan sát trong mỗi của sổ sự kiện; N là số ngày trong khoảng thời gian của của sổ sự kiện (T_1, T_2); δ_{CAR} là độ lệch chuẩn của CAR trong khoảng thời gian ước lượng T .

Nghiên cứu này dựa trên phương pháp của Danbolt và Maciver (2012) sử dụng khoảng thời gian ước lượng $T=220$ ngày trước thời điểm thông báo thương vụ để ước lượng tham số mô hình thị trường⁴.

• Hồi quy đa biến với dữ liệu chéo

Để khảo sát ảnh hưởng của môi trường thông tin của công ty đến biến thiên lợi tức phụ trội cổ phiếu công ty mục tiêu, chúng

tôi dựa trên mô hình hồi quy đa biến với dữ liệu chéo như sau:

$$CAR_{(-40,-31)} = \beta_0 + \beta_1 CIE_{t-1} + \beta_2 CONTROLS_{t-1} + \gamma_1 + \delta_1 + \xi_{i,t-1} \quad (5)$$

Trong đó:

- Biến phụ thuộc ($CAR_{(-40,-31)}$): phản ánh lợi nhuận bất thường tích lũy trong 10 ngày, từ ngày $t-40$ đến ngày $t-31$ trước ngày thông báo sự kiện M&A.

- Biến độc lập (CIE): sử dụng 2 biến thay thế cho môi trường thông tin của công ty là:

+ Tính thanh khoản kém của cổ phiếu (ILLIQ):

Bushman và cộng sự (2004) chỉ ra rằng, môi trường thông tin của công ty phản ánh tính minh bạch của mỗi công ty và có thể được định nghĩa là sự sẵn có của thông tin cụ thể của công ty đối với những người bên ngoài. Theo Dow và Gorton (1997), Subrahmanyam và Titman (2001), 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, giảm bớt hiện tượng thông tin bất đối xứng. Do đó, ở một góc độ nào đó, thanh khoản cổ phiếu một phần thể hiện môi trường thông tin của công ty. Nghiên cứu này sử dụng chỉ số thanh khoản kém của cổ phiếu do Amihud (2002) xây dựng. Tính thanh khoản kém (ILLIQ) được đo lường như sau:

$$ILLIQ_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{D_{it}} \frac{|R_{id}|}{V_{id}}$$

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

4. Nghiên cứu của Danbolt và Maciver (2012) nhận thấy khoảng thời gian 220 ngày trước ngày thông báo thương vụ (mặc định ngày $t=0$) 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.

Khi tỷ lệ kém thanh khoản cao, tức $ILLQ_{it}$ 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. Cách tính 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. Tỷ lệ thanh khoản kém của cổ phiếu càng cao thì thanh khoản cổ phiếu càng thấp và ngược lại.

+ Quản trị lợi nhuận (EM):

Theo Lang và Maffett (2011), sự minh bạch có thể được thể hiện thông qua mức độ công bố thông tin thu nhập của công ty. Leuz và cộng sự (2003) và Barth và cộng sự (2008) tập trung vào khía cạnh quản trị lợi nhuận như là chỉ dấu cho môi trường thông tin của công ty. Dựa trên các nghiên cứu hiện có, chẳng hạn Shivakumar (2000), chúng tôi sử dụng tiêu chí dồn tích bất thường, hoặc dồn tích phụ trội (abnormal accruals) tại cuối năm tài khóa để đo lường quản trị lợi nhuận của công ty. Dồn tích bất thường là sự chênh lệch giữa dồn tích kỳ vọng so với dồn tích thực tế. Cụ thể như sau:

Dồn tích kỳ vọng:

$$E \frac{ACC_{it}}{A_{it} - 1} = \alpha_1 \frac{1}{A_{it} - 1} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it} - 1} + \alpha_3 \frac{GPPE_{it}}{A_{it} - 1}$$

trong đó: A_{it-1} là tổng tài sản vào cuối năm $t-1$ của công ty i ; REV_{it} là chênh lệch doanh thu thuần giữa năm t và năm $t-1$; $GPPE_{it}$ là tài sản cố định gộp vào cuối năm t ; $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ là tham số của mỗi công ty.

Các tham số của mô hình $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ được ước lượng sử dụng hồi quy OLS:

$$\frac{ACC_{it}}{A_{it} - 1} = \alpha_1 \frac{1}{A_{it} - 1} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it} - 1} + \alpha_3 \frac{GPPE_{it}}{A_{it} - 1} + \varepsilon$$

trong đó: ACC_{it} là dồn tích thực tế của công ty i trong năm t ; $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ là kết quả ước lượng của $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ sử dụng hồi quy OLS.

· Biến kiểm soát (CONTROLS): để kiểm soát mô hình, nghiên cứu sử dụng 2 nhóm biến kiểm soát sau: (i) các biến nội

tại của công ty mục tiêu (firm-level) gồm: LEVERAGE: đòn bẩy tài chính, ROA: tỷ lệ lợi nhuận trên tài sản, SALESGROWTH: tỷ lệ tăng trưởng doanh thu; (ii) các biến đặc điểm của thương vụ (deal-specific) gồm: RELATED: biến nhị phân (nhận giá trị bằng 1 nếu công ty mục tiêu và công ty thấy tóm hoạt động trong cùng một lĩnh vực, nhận giá trị bằng 0 cho trường hợp ngược lại), CASH: biến nhị phân (nhận giá trị bằng 1 nếu thương vụ được thanh toán bằng tiền mặt và nhận giá trị bằng 0 cho các trường hợp còn lại), TOEHOLD: biến nhị phân (nhận giá trị bằng 1 nếu công ty thấu tóm 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).

Mô hình (5) cũng 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 (robust standard errors) 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. Biến động lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu

Bảng 1 trình bày biến động lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu xung quanh ngày thông báo sự kiện M&A. Kết quả cho thấy lợi tức phụ trội cộng dồn (CAR) có xu hướng tăng cả trước và sau ngày thông báo thương vụ (ngày thương vụ được giả định là $t=0$). Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu hiện có ở bình diện quốc tế khi các công ty mục tiêu có khuynh hướng nhận lợi tức dương so với các công ty thấu tóm. Đặc biệt, nghiên cứu này nhận thấy hệ số CAR có xu hướng tăng mạnh từ 30-40 ngày trước ngày thông báo thương vụ với lợi tức 45% và 51% cho lần lượt là các cửa sổ sự kiện

$T=(-30,-21)$ và $T=(-40,-31)$. Khuynh hướng lợi tức dương tiếp tục duy trì cho đến ngày hôm trước của sự kiện, lợi tức của cửa sổ sự kiện $T=(-1,0)$ lên đến 212%. Kết

quả này ủng hộ giả thuyết H1 và đề nghị rằng đã có hành vi nâng giá cổ phiếu của công ty mục tiêu trước ngày thông báo sự kiện thương vụ.

BẢNG 1: Lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu xung quanh ngày thông báo thương vụ

Cửa sổ sự kiện	N	Mean	Std. Dev.	t-ratio
CAR(0,1)	302	0,02	0,82	0,40
CAR(0,5)	302	0,47	2,50	3,27***
CAR(0,10)	302	0,16	2,15	1,30
CAR(0,15)	302	0,61	5,65	1,89*
CAR(0,20)	302	0,85	7,43	1,99**
CAR(0,30)	302	0,85	7,43	2,00**
CAR(0,40)	302	1,44	10,78	2,32**
CAR(-1,0)	302	2,12	14,17	2,61***
CAR(-1,1)	302	0,05	1,11	0,07
CAR(-5,0)	302	0,02	0,74	0,57
CAR(-5,5)	302	0,18	2,15	1,45
CAR(-20,-1)	302	0,34	3,81	1,57
CAR(-30,-21)	302	0,45	3,37	2,34**
CAR(-40,-31)	302	0,51	2,92	3,05***

Ghi chú: Ký hiệu ***, ** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Tuy nhiên, để đảm bảo kết quả nghiên cứu ở trên không bị thiên lệch trong mẫu nghiên cứu, nghiên cứu này tiếp tục khảo sát biến động lợi tức cổ phiếu công ty mục tiêu theo từng nhóm phương thức thanh toán. Cụ thể, các nghiên cứu trước đây đã nhận thấy hành vi nâng giá cổ phiếu của công ty mục tiêu là để gây áp lực khiến các công ty thầu tóm phải thanh toán bằng hoán đổi cổ phiếu và lấy ưu thế về mình, hoặc bắt buộc các công ty thầu tóm phải nâng giá chào mua và thanh toán bằng tiền mặt, hoặc bắt buộc các công ty thầu tóm phải rút lại đề nghị chào mua

như một cách phòng vệ. Như vậy, nghiên cứu biến động lợi tức theo phương thức thanh toán sẽ cung cấp những phát hiện nhất định. Kết quả ở bảng 2 một lần nữa cho thấy, tồn tại hành vi nâng giá cổ phiếu của công ty mục tiêu từ 30-40 ngày trước ngày thông báo thương vụ cho cả hai hình thức, hoán đổi cổ phiếu (Non-Cash) và tiền mặt (Cash); lợi tức phụ trội ở nhóm thương vụ hoán đổi cổ phiếu cao hơn hẳn nhóm thương vụ thanh toán bằng tiền mặt; hành vi nâng giá có xu hướng diễn ra mạnh ở những thương vụ thanh toán bằng hoán đổi cổ phiếu. Kết quả này cũng cho

thấy mức độ kỳ vọng cao của cổ đông công ty mục tiêu đối với việc sở hữu cổ phiếu công ty đầu tư khi hai công ty “về chung một nhà”.

BẢNG 2: Lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu theo phương thức thanh toán xung quanh ngày thông báo thương vụ

Cỡ số sự kiện	Non-Cash			Cash			Difference testing
	N	Mean	Std.Dev	N	Mean	Std.Dev	
CAR(0,1)	177	0,06	0,74	125	-0,04	0,91	0,97
CAR(0,5)	177	0,28	1,94	125	0,00	2,41	1,12
CAR(0,10)	177	0,57	3,49	125	0,07	4,29	1,11
CAR(0,15)	177	0,87	0,11	125	0,25	-0,87	0,94
CAR(0,20)	177	1,14	6,80	125	0,44	8,26	0,80
CAR(0,30)	177	1,83	9,80	125	0,88	1,08	0,76
CAR(0,40)	177	2,61	12,85	125	1,43	15,87	0,72
CAR(-1,0)	177	0,06	0,70	125	-0,03	0,79	1,01
CAR(-1,1)	177	0,10	1,01	125	-0,02	1,23	0,91
CAR(-5,0)	177	0,30	1,95	125	0,01	2,39	1,12
CAR(-5,5)	177	0,55	3,41	125	0,05	4,32	1,13
CAR(-20,-11)	177	0,76	3,06	125	0,03	3,73	1,86*
CAR(-30,-21)	177	0,78	2,70	125	0,13	3,17	1,92*
CAR(-40,-31)	177	0,74	2,39	125	0,09	2,62	2,22**

Ghi chú: Ký hiệu ***, ** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

4.2. Môi trường thông tin của công ty mục tiêu

Nghiên cứu tiếp tục xem xét chất lượng môi trường thông tin của công ty mục tiêu trước, trong và sau khi thương vụ hoàn thành. Trong bảng 3, nghiên cứu sử dụng biến thanh khoản cổ phiếu và trong bảng 4 là quản trị lợi nhuận. Kết quả ở bảng 3, về cơ bản, không cho thấy có sự khác biệt rõ rệt trong thanh khoản cổ phiếu trước và sau khi thương vụ được hoàn thành. Kết quả kiểm định so sánh trước (năm -1), trong (năm 0) và sau (năm +1) khi hoàn thành thương vụ cho thấy, thanh khoản cổ

phiếu công ty mục tiêu không có khác biệt có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, khi xem xét các hình thức của mỗi thương vụ thì cho kết quả khá phù hợp với các nghiên cứu hiện có. Chẳng hạn, môi trường thông tin của những công ty mục tiêu trong các thương vụ thanh toán bằng hoán đổi cổ phiếu là tốt hơn trước khi thương vụ được thông báo. Điều này cho thấy, để đảm bảo cho việc công ty đầu tư sẽ sáp nhập một đối tác có chất lượng, các cổ đông của họ yêu cầu lựa chọn những đối tác có chất lượng môi trường và công bố thông tin tốt hơn.

BẢNG 3. Thanh khoản cổ phiếu trước và sau khi thương vụ được hoàn thành

		Pre-bid year (-1)			Announcement year (0)			Post-bid year (1)			(-1) vs. (0)		(-1) vs. (+1)	
		N	Mean	Std. Dev	N	Mean	Std. Dev	N	Mean	Std. Dev	diff	t-ratio	diff	t-ratio
All deals		345	-2,39	3,17	346	-2,62	3,17	331	-2,57	3,37	0,23	1,54	0,18	0,94
Payment	Cash	141	-2,73	3,20	141	-2,84	3,26	141	-2,56	3,41	0,11	0,50	-0,17	-0,62
	Non-Cash	193	-2,16	3,11	193	-2,47	3,09	176	-2,66	3,38	0,31	1,57	0,42	1,84*
Toehold	Toehold	114	-2,08	2,92	114	-2,03	2,82	108	-1,89	3,09	-0,05	-0,23	-0,29	-0,97
	Non-Toehold	220	-2,56	3,27	220	-2,93	3,29	209	-2,99	3,49	0,37	1,99**	0,41	1,78*
Location	Cross-border	40	-2,37	3,09	40	-2,14	2,86	40	-2,21	3,48	-0,23	-0,63	-0,16	-0,34
	Domestic	293	-2,41	3,18	293	-2,68	3,20	276	-2,67	3,39	0,27	1,72*	0,21	1,06

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Bảng 4 trình bày kết quả khảo sát biến quản trị lợi nhuận. Kết quả cho thấy, có sự chênh lệch trong hành vi quản trị lợi nhuận của công ty mục tiêu trước và sau khi thương vụ được hoàn thành. Theo đó, hệ số phản ánh hành vi quản

trị lợi nhuận trước khi thương vụ được thông báo là cao hơn và có ý nghĩa thống kê, điều này cho thấy, môi trường thông tin kém hơn, đồng nghĩa với sự bất đối xứng thông tin cao hơn. Kết quả này phù hợp với giả thuyết H2.

BẢNG 4: Quản trị lợi nhuận trước và sau khi thương vụ được hoàn thành

		Pre-bid year (-1)			Announcement year (0)			Post-bid year (1)			(-1) vs. (0)		(-1) vs. (+1)	
		N	Mean	Std. Dev	N	Mean	Std. Dev	N	Mean	Std. Dev	diff	t-ratio	diff	t-ratio
All deals		345	0,15	0,27	346	0,11	0,19	331	0,15	0,42	0,04	1,79*	0,00	0,47
Payment	Cash	141	0,16	0,35	141	0,12	0,19	141	0,09	0,09	0,04	1,12	0,07	2,41**
	Non-Cash	193	0,13	0,21	193	0,11	0,18	193	0,21	0,57	0,01	0,60	-0,08	-1,84*
Toehold	Toehold	114	0,14	0,20	114	0,15	0,24	114	0,20	0,64	-0,01	-0,30	-0,06	-0,98
	Non-Toehold	220	0,14	0,31	220	0,10	0,15	220	0,13	0,27	0,04	1,66*	0,01	0,42
Location	Cross-border	40	0,10	0,08	40	0,09	0,12	40	0,35	1,10	0,00	0,13	-0,26	-1,47
	Domestic	293	0,15	0,29	293	0,12	0,19	293	0,02	0,20	0,02	1,23	0,02	0,99

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

4.3. Môi trường thông tin của công ty và lợi tức cổ phiếu

Bảng 5 xem xét mối tương quan giữa môi trường thông tin của công ty mục tiêu và lợi tức cổ phiếu. Biến phụ thuộc ($CAR_{t-40,t+1}$)

phản ánh lợi tức phụ trội tích lũy trong 10 ngày, từ ngày t-40 đến ngày t+31 trước ngày thông báo sự kiện M&A (đây cũng là khoảng thời gian chứng kiến sự gia tăng trong hành vi nâng giá cổ phiếu như đã đề

cập trong bảng 1 và 2). Kết quả hồi quy cho thấy rằng, biến thanh khoản cổ phiếu kém (ILLIQ) có tương quan dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đối với biến

CAR_(-40,-31), nghĩa là công ty mục tiêu với môi trường thông tin kém hơn thì lợi tức bất thường cao hơn và kết quả này cũng phù hợp với giả thuyết H2.

BẢNG 5: Ảnh hưởng của môi trường thông tin của công ty đến lợi tức cổ phiếu

Biến	Lợi tức cổ phiếu			
	(1)	(2)	(3)	(4)
ILLIQ	0,097** (2,04)	0,107** (2,10)		
EM			0,458 (1,45)	0,198 (0,25)
SALESGROWTH		0,302 (1,26)		0,161 (0,68)
LEVERAGE		1,047 (1,51)		0,966 (1,38)
ROA		-0,119 (-1,03)		-0,068 (-0,59)
RELATED		0,605 (1,01)		0,656 (1,08)
CASH		-0,690** (-2,21)		-0,800*** (-2,58)
TOEHOLD		0,225 (0,68)		0,268 (0,80)
Constant	0,686*** (3,61)	0,469 (1,12)	0,393** (2,11)	0,226 (0,55)
Industry, Year effects	IY	IY	IY	IY
Adj.R ²	0,04	0,07	0,02	0,04
N	262	260	262	260

Ghi chú: Ký hiệu ***, ** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa 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. Trong ngoặc đơn là giá trị t-ratio.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

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, có hành vi nâng giá cổ phiếu của công ty mục tiêu trước ngày thông báo sự kiện thương vụ M&A ở Việt Nam. Hành vi nâng giá có xu hướng diễn ra mạnh ở những thương vụ

thanh toán bằng hoán đổi cổ phiếu và cho thấy, mức độ kỳ vọng cao của cổ đông công ty mục tiêu đối với việc sở hữu cổ phiếu của công ty thâu tóm ở thị trường M&A Việt Nam. Để kiểm chứng giả thuyết liệu môi trường thông tin kém hay sự bất đối xứng thông tin cao hơn trong các công ty mục tiêu là nguyên nhân dẫn đến hành vi nâng giá cổ

phiếu, nghiên cứu sử dụng 2 chỉ tiêu: tính thanh khoản kém và quản trị lợi nhuận. Kết quả nghiên cứu cho thấy, có sự chênh lệch trong hành vi quản trị lợi nhuận của công ty mục tiêu trước và sau khi thương vụ được hoàn thành. Điều này cho thấy môi trường thông tin kém hơn, đồng nghĩa với sự bất đối xứng thông tin cao hơn của các công ty mục tiêu có hành vi nâng giá. Kết quả này khẳng định môi trường thông tin đóng một vai trò quan trọng trong hành vi của các công ty mục tiêu nói riêng và quá trình lập kế hoạch thương vụ nói chung. Nghiên cứu này đóng góp thêm vào cơ sở thực nghiệm về mối quan hệ giữa hiệu quả môi trường thông tin và quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp theo định hướng thị trường ở Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu cung cấp một số hàm ý chính sách quan trọng:

- Đối với các nhà hoạch định chính sách, kết quả nghiên cứu giúp các nhà hoạch định chính sách và quản lý trong lĩnh vực tài chính hiểu rõ thêm vai trò và tầm quan trọng của môi trường thông tin đối với thị trường M&A, từ đó, đưa ra những chính sách, định hướng hành động phù hợp nhằm thúc đẩy sự minh bạch của môi trường thông tin doanh nghiệp, khuyến khích phát triển thị trường M&A tại Việt Nam. Đặc biệt, hệ thống pháp luật cần có quy định chi tiết để hạn chế rủi ro cho cả bên bán và bên mua trên cả hai phương diện: (i) các thủ tục, nguyên tắc, phương pháp định giá, quyền và nghĩa vụ của các bên tham gia...; (ii) các tình huống xử lý các vấn đề phát sinh sau khi thực hiện thương vụ M&A.

- Đối với các nhà quản trị công ty đi mua, yếu tố hiệu quả môi trường thông tin của công ty mục tiêu mang tính quyết định đến giá trị công ty và lập kế hoạch chào mua của công ty đầu tư. Việc nhận diện và lựa chọn công ty mục tiêu tiềm năng dựa vào chất lượng công bố thông tin của công ty mục tiêu ra công chúng. Nếu kết quả ước tính giá trị cộng hưởng tiềm năng được tạo ra từ việc sáp

nhập công ty mục tiêu là cao và bền vững trong dài hạn, công ty đi mua nên cố gắng điều chỉnh giá chào mua để đạt được kỳ vọng đầu tư; ngược lại, các công ty đi mua nên từ bỏ những công ty mục tiêu có hành vi nâng giá dựa trên sự bất đối xứng thông tin giữa người bên trong và các chủ thể bên ngoài công ty./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Amihud Y. (2002), Illiquidity and stock returns: Cross-section and time series effects, *Journal of Financial Markets*, 5, 31-56.
2. Barclay M., Warner J. (1993), Stealth trading and volatility: Which trades move prices?, *Journal of Financial Economics*, 34, 281-305.
3. Barth M.E., Landsman W.R., Lang M.H. (2008), International accounting standards and accounting quality, *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.
4. Barth M.E., Konchitchki Y., Landsman W. R. (2013), Cost of Capital and Earnings Transparency, *Journal of Accounting and Economics*, 55 (2-3): 206-24.
5. Bertrand O., Zitouna H. (2008), Domestic versus cross-border acquisitions: which impact on the target firms' performance? *Applied Economics*, 40, 2221-2238.
6. Betton S., Eckbo B.E., Thorburn K.S. (2007), Merger negotiations and the toehold puzzle, *Journal of Financial Economics*, 91, 2, 158-178.
7. Betton S., Eckbo B., Thorburn K. (2008), Markup pricing revisited, *Tuck school of business working paper No. 2008-45*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1094946>.
8. Brigida M., Madura. J. (2012), Sources of target stock price run-up prior to acquisitions, *Journal of Economics and Business*, 64, 185-198.
9. Buehlmaier M. M. (2016), *The Role of the Media in Takeovers: Theory and Evidence*, Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1673164>.
10. Bushman R., Piotroski J., Smith A. (2004), What Determines Corporate Transparency?, *Journal of Accounting Research*, 42 (2): 207-52.
11. Chemmanur T.J., Paeglis I., Simonyan K. (2009), *Journal of Corporate Finance*, 15, 523-542
12. Chordia T., Roll R., Subrahmanyam A. (2008), Liquidity and market efficiency, *Journal of Financial Economics*, 87, 249-268.

13. Danbolt J., Maciver G. (2012), Cross-Border versus Domestic Acquisitions and the Impact on Shareholder Wealth, *Journal of Business Finance và Accounting*, 1028-1067.
14. Dasgupta S., Gan J., Gao N. (2010), Transparency, price informativeness, and stock return synchronicity: Theory and evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, 1189—1220.
15. Dong M., Hirshleifer D., Richardson S., Teoh S. (2006), Does investor misvaluation drive the takeover market?, *Journal of Finance*, 61 (2), 725-762.
16. Dow J. & Gorton G. (1997), Stock market efficiency and economic efficiency: Is there a connection?, *Journal of Finance*, 52, 1087-1129.
17. George J. J., Xu D., Yao T. (2009), The Information Content of Idiosyncratic Volatility, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(1), 1-28.
18. Haggard K. S., Martin X., Pereira R. (2008), Does voluntary disclosure improve stock price informativeness?, *Financial Management*, 37, 747—768.
19. Healy P. M. & Palepu K. G. (2001), Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, *Journal of Accounting and Economics*, pp. 405-440.
20. Huddart S. J., Ke B. (2007), Information asymmetry and cross-section variation in insider trading, *Contemporary Accounting Research*, 24, 195-232.
21. Jabbour A.R., Jalilvand A., Switzer J. (2000), Pre-bid price run-ups and insider trading activity: Evidence from Canadian acquisitions, *International Review of Financial Analysis*, 21-43.
22. Jarrell G. & Poulsen A. (1989), Stock trading before the announcement of tender offers: Insider trading or market anticipation? *Journal of Law, Economics, and Organization*, 225-248.
23. Jensen M. & Ruback R. (1983), The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, 5-50.
24. Keown A. J., Pinkerton J. M. (1981), Merger announcements and insider trading activity: An empirical investigation, *Journal of Finance*, 36, 855-869.
25. King M.R., Padalko M. (2005), Pre-bid run-ups ahead of Canadian takeovers: How big is the problem? *Working paper*, Bank of Canada, 2005-3.
26. Lang M.H., Maffett M.G. (2011), Transparency and Liquidity Uncertainty in Crisis Periods, *Journal of Accounting và Economics*, 52, 101-125.
27. Leuz C., D. Nanda, Wysocki P. (2003), Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison, *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527.
28. Ma J., Pagán J., Chu Y. (2009), Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets, *International Journal of Business*, 235-250.
29. Mazboudi M., Khalil S. (2017), The attenuation effect of social media: Evidence from acquisitions by large firms, *Journal of Financial Stability*, 28, 115-124.
30. McGee R. (2009), *An Overview of Corporate Governance Practices in Vietnam*, Corporate Governance in Developing Economies, 235-238.
31. Moeller S.B., Schlingemann F.P., Stulz R.M. (2004), Firm size and the gains from acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 73 (2), 201-228.
32. Schwert G. W. (1996), Markup pricing in mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 41, 153-192.
33. Shivakumar L. (2000), Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? *Journal of Accounting and Economics*, pp. 339-371 .
34. Subrahmanyam A., Titman S. (2001), Feedback from stock prices to cash flows, *Journal of Finance*, 56, 2389-2413.
35. Yılmaz I. & Tanyeri B. (2016), Global Merger and Acquisition (M&A) activity: 1992-2011, *Finance Research Letters*, 110-117.

Ngày nhận bài: 30-5-2019
Ngày duyệt đăng: 18-7-2019