

Kiểm soát tham nhũng và sự lựa chọn phương thức thanh toán trong thị trường M&A toàn cầu

DẶNG HỮU MÃN

Nghiên cứu này khảo sát ảnh hưởng của chất lượng kiểm soát tham nhũng ở phạm vi quốc gia đến quyết định lựa chọn phương thức thanh toán (tiền mặt hoặc phi tiền mặt) của các công ty đầu tư ở 82 thị trường sáp nhập và mua lại toàn cầu với mẫu nghiên cứu gồm 75.553 thương vụ trong giai đoạn 2000-2015. Kết quả của nghiên cứu cung cấp bằng chứng khoa học mới về ảnh hưởng của môi trường thể chế đối với quá trình lập kế hoạch thương vụ và đưa ra một số hàm ý chính sách đối với chủ thể quản lý nhà nước và nhà quản trị công ty.

Từ khóa: kiểm soát tham nhũng, sáp nhập và mua lại, M&A, phương thức thanh toán, công ty đầu tư, công ty mục tiêu.

1. Giới thiệu

Về mặt học thuật, các nghiên cứu hiện có nhận thấy tầm quan trọng và tác động của các yếu tố kinh tế vĩ mô và đặc điểm cấp quốc gia (như: môi trường thể chế, môi trường thông tin, khoảng cách văn hóa và các khiếm khuyết thị trường khác) đối với sự thành công của các thương vụ sáp nhập và mua lại (M&A) (Lebedev và cộng sự, 2015; Boateng và cộng sự, 2017; Dang và cộng sự, 2018). Dang và cộng sự (2018) nhận thấy rằng, các công ty đầu tư và công ty mục tiêu có khả năng được hưởng lợi ở một mức độ nào đó từ sự không hoàn hảo của thị trường vốn và từ các đặc điểm kinh tế và chính trị khác. Tuy nhiên, sự không hoàn hảo của thị trường có thể làm tăng chi phí giao dịch.

Tham nhũng được định nghĩa hẹp là lạm dụng quyền lực công vì lợi ích cá nhân (Transparency International, 2010). Trong thông điệp nhân Ngày Quốc tế chống tham nhũng năm 2018¹, Tổng thư ký Liên hợp quốc, ông Antonio Guterres nhấn mạnh: "Tham nhũng có mặt ở tất cả các nước, giàu và nghèo, Bắc và Nam. Đó là một cuộc tấn công vào các giá trị của Liên hợp quốc. Nó cướp đi các trường học, bệnh viện và các dịch

vụ quan trọng khác, làm giảm sút đầu tư nước ngoài...". Phát biểu trên Diễn đàn Kinh tế thế giới 2019, ông tiếp tục xác nhận rằng, tham nhũng đã tiêu tốn ít nhất 2,6 nghìn tỷ USD, tương đương 5% GDP toàn cầu². Đối với một thương vụ M&A, tham nhũng làm tăng chi phí hoạt động kinh doanh nói chung (Di Rienzo và cộng sự, 2007; Chen và cộng sự, 2010) và đặc biệt trong bối cảnh các thỏa thuận M&A xuyên biên giới (Weitzel và Berns, 2006). Xu hướng ngày càng tăng đối với hoạt động M&A liên quốc gia đã tạo ra nhu cầu kiểm tra mối quan hệ giữa hoạt động M&A và yếu tố tham nhũng trong việc giải thích các quyết định chiến lược của các công ty đầu tư.

Nhiều nghiên cứu hiện có nhận thấy, ảnh hưởng của tham nhũng có liên quan đến sự không hoàn hảo của thị trường như thông tin bất cân xứng và sự không chắc chắn của nhà

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

1. <https://www.un.org/en/events/anticorruptionday/messages.shtml>

2. <https://www.weforum.org/agenda/2019/01/these-are-the-global-priorities-and-risks-for-the-future-according-to-antonio-guterres/>

dầu tư về các yếu tố của môi trường kinh doanh (Jain và cộng sự, 2017; Khan và cộng sự, 2019). Theo đó, mức độ tham nhũng ảnh hưởng gián tiếp thông qua tác động của nó đối với thông tin bất cân xứng và sự không chắc chắn của môi trường đầu tư, dẫn đến gia tăng chi phí giao dịch. Mặc dù nhiều nghiên cứu đã được thực hiện liên quan đến tác động của tham nhũng đối với hoạt động M&A, các nghiên cứu hiện tại chủ yếu tập trung vào mối liên hệ giữa mức độ tham nhũng và hoạt động đầu tư của công ty (Habib và Zurawicki, 2001; Godinez và Liu, 2014), phân bổ danh mục đầu tư (Jain và cộng sự, 2017) và tạo ra giá trị cổ đông cho công ty thầu tóm và công ty mục tiêu (Nguyen và Phan, 2017). Chỉ có một vài nghiên cứu tập trung vào tác động của tham nhũng đối với quá trình lập kế hoạch thầu tóm, như chiến lược nắm giữ cổ phần trong công ty mục tiêu (Di Guardo và cộng sự, 2016), kế hoạch xây dựng giá chào mua và phần bù thương vụ (Weitzel và Berns, 2006).

Nghiên cứu này tập trung vào một khía cạnh khác, ngày càng trở nên quan trọng của thương vụ, đó là phương thức thanh toán³. Duchin và Sosyura (2012), Goldman và cộng sự (2013), Nguyen và Phan (2017) nhận thấy rằng, các công ty có xu hướng duy trì một mức độ cao của tài sản ngắn hạn, như tiền mặt, để đưa hồi lộ cho bộ phận quản lý và thực hành chính sách, hoặc tạo ra những ưu đãi cho giới chính trị tại quốc gia tiếp nhận đầu tư có tỷ lệ tham nhũng cao. Bằng cách khai thác các kết nối chính trị, các công ty có thể nhận được hỗ trợ tài chính hoặc trúng thầu các hợp đồng của chính phủ hoặc từ các tập đoàn nhà nước. Tuy vậy, các nghiên cứu hiện tại vẫn chưa cung cấp bằng chứng, liệu có hay không việc các công ty thầu tóm sẽ cố gắng điều chỉnh hợp đồng thương vụ M&A theo hướng thanh toán bằng tiền mặt để đưa hồi lộ, hoặc tạo ra những ưu đãi cho giới chính trị tại quốc gia tiếp nhận đầu tư có tỷ lệ tham nhũng cao, nhằm khai thác các kết nối chính trị để thầu tóm một phần vốn cổ phần của các tập đoàn nhà nước. Việc phân

tích ảnh hưởng của chất lượng kiểm soát tham nhũng đến sự thành công của các thương vụ nói chung và sự lựa chọn phương thức thanh toán nói riêng là vấn đề cần thiết. Cho đến nay, đây là một vấn đề chưa được nghiên cứu một cách toàn diện ở Việt Nam và trên thế giới.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Phương thức thanh toán trong thương vụ M&A

Cơ sở học thuật về tài chính đã cung cấp nhiều bằng chứng cho thấy, lợi nhuận cao hơn cho cả các công ty mục tiêu và công ty thầu tóm khi các giao dịch được tài trợ bằng tiền mặt (Fuller và Glatzer, 2003). Ngoài ra, Sherman (2011) thấy rằng, tiền mặt là phương thức đơn giản nhất để thực hiện thanh toán thỏa thuận mua lại và quyền sở hữu cổ đông và thu nhập trên mỗi cổ phiếu không thay đổi sau các giao dịch. Điều này giải thích tại sao các công ty mục tiêu thường ưu tiên đối với các đề nghị chào mua thanh toán bằng tiền mặt. Tuy nhiên, một thỏa thuận tiền mặt sẽ dẫn đến nhiều ảnh hưởng xấu cho công ty thầu tóm nếu tồn tại thông tin bất cân xứng giữa hai công ty nói riêng và chất lượng minh bạch tài chính ở phạm vi quốc gia nói chung. Trong trường hợp sự bất cân xứng thông tin cao, chi phí sẽ dồn về phía công ty thầu tóm do việc định giá quá cao công ty mục tiêu, khiến các cổ đông của công ty này chịu toàn bộ rủi ro (Rappaport và Sirower, 1999). Để đối phó với rủi ro nhưng vẫn theo đuổi thương vụ, các công ty thầu tóm sẽ tìm kiếm những cơ chế hoặc những thủ thuật khác để bù đắp thông tin bất cân xứng (Jemison và Sitkin, 1986). Ngược lại, trong một môi trường thông tin minh bạch với sự giám sát hiệu quả từ cơ chế quản trị bên trong và bên ngoài công ty, sự bất đối

3. Một giao dịch M&A có thể được thanh toán hoàn toàn bằng tiền mặt, hoặc hoàn toàn bằng hoán đổi cổ phiếu giữa công ty thầu tóm và công ty mục tiêu theo một tỷ lệ chuyển đổi được thống nhất, hoặc bằng cách trả một phần tiền mặt và một phần từ hoán đổi cổ phiếu (Sherman, 2011).

xứng là hiếm khi xảy ra, trong những tình huống này việc ưu tiên thanh toán bằng hối lộ cổ phiếu sẽ giảm áp lực duy trì tính thanh khoản tài sản của các công ty thầu tóm, từ đó gia tăng hiệu quả sử dụng vốn.

2.2. Kiểm soát tham nhũng và thị trường M&A

Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng, tham nhũng tác động tiêu cực đến nhiều khía cạnh của nền kinh tế nói chung và các hoạt động, M&A nói riêng. Trong nghiên cứu được thực hiện ở 111 quốc gia từ năm 1994 đến năm 1998, Habib và Zurawicki (2001) thấy rằng, tham nhũng ảnh hưởng tiêu cực đến dòng vốn đầu tư và tác động đến đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) mạnh hơn đầu tư trong nước. Các nghiên cứu của Woo và Heo (2009), Godinez và Liu (2014) cũng tìm thấy mối tương quan tiêu cực giữa mức độ tham nhũng của quốc gia tiếp nhận và dòng vốn FDI. Đối với thị trường M&A, Rossi và Volpin (2004) nhận thấy rằng, số lượng thương vụ và giá trị giao dịch lớn hơn nhiều ở các quốc gia tiếp nhận có môi trường thể chế và bảo vệ cổ đông tốt hơn và mức độ tham nhũng thấp hơn. Nói cách khác, một môi trường tham nhũng cao có thể ảnh hưởng đến tính minh bạch của quá trình mua lại, dẫn đến sự e ngại của các nhà đầu tư và giảm số lượng thương vụ, ảnh hưởng xấu đến người mua và giá trị cổ đông công ty mục tiêu (Nguyen và Phan, 2017) và gia tăng phần bù thương vụ (Weitzel và Berns, 2006). Mặc dù vậy, nhiều công ty thầu tóm nước ngoài không muốn bỏ lỡ những cơ hội từ các quốc gia này, do đó, thay vì né tránh hoặc giảm số lượng và giá trị của các giao dịch M&A, nhiều công ty mua lại cố gắng khắc phục vấn đề này bằng các quyết định chiến lược như lựa chọn sở hữu cổ phần (Di Guardo và cộng sự, 2016), đa dạng hóa ngành (Jain và cộng sự, 2017), hoặc lựa chọn phương thức thanh toán. Chiến lược mua lại một công ty mục tiêu sử dụng các phương thức thanh toán khác nhau để đối phó lại vấn đề tham nhũng chưa được khảo

sát đầy đủ, do đó, nghiên cứu này sẽ làm rõ mối quan hệ giữa mức độ tham nhũng ở các nước tiếp nhận đầu tư và việc ra quyết định lựa chọn phương thức thanh toán của các công ty thầu tóm.

Trong trường hợp các công ty thầu tóm đến từ nước ngoài, nhiều nghiên cứu thực nghiệm hiện có đã ủng hộ lý thuyết thâm nhập thị trường chiến lược (*Strategic market entry theory*) (Zhu và cộng sự, 2011). Lý thuyết này cho thấy, các công ty thầu tóm nước ngoài bất lợi hơn so với các công ty thầu tóm trong nước do sự bất cân xứng thông tin về sự khác biệt về kế toán, văn hóa và pháp lý. Do đó, để đảm bảo hiệu quả đầu tư, họ sẽ tìm kiếm các thị trường minh bạch và thượng tôn pháp luật. Khi mức độ tham nhũng thấp, môi trường nước tiếp nhận đầu tư minh bạch, thì thanh toán bằng tiền mặt là lựa chọn thông minh mà các công ty thầu tóm có thể tính đến để khuyến khích sự "hiếu khách và thân thiện" của công ty mục tiêu (Fuller và Glatzer, 2003). Mặc dù chi phí cao liên quan đến duy trì tài sản ngắn hạn có tính thanh khoản cao, công ty hoàn toàn có thể nhận được lợi nhuận cao tương ứng từ giá trị cộng hưởng tạo ra sau thương vụ, xuất phát từ định giá đúng giá trị thực của công ty mục tiêu. Một quốc gia tiếp nhận với sự kiểm soát mạnh mẽ về tham nhũng và nhận thức tham nhũng cao, dẫn đến mức độ tham nhũng thấp, là điều kiện lý tưởng để công ty thực hiện thương vụ này. Tuy nhiên, khi mức độ tham nhũng tăng từ thấp đến trung bình và cao thì thanh toán bằng tiền mặt sẽ bộc lộ một số nhược điểm. *Thứ nhất*, liên quan đến "vấn đề đại diện", vấn đề này xuất hiện là do bộ phận điều hành công ty không đặt mục tiêu tối đa hóa giá trị cổ đông làm tiêu chí hoạt động. Một quốc gia có tham nhũng cao với hệ thống giám sát tài chính kém sẽ gia tăng hành vi trục lợi cá nhân từ ban điều hành công ty, hoặc "vận động" giới làm chính sách để đạt được mục tiêu đầu tư không bền vững của công ty. Điều này gia

tăng cả chi phí trực tiếp và chi phí gián tiếp cho công ty và ảnh hưởng đến giá trị cổ đông (Ross và cộng sự, 2010). Trong những điều kiện này, các công ty đầu tư có thể sẽ đề nghị thanh toán bằng hối lộ cổ phiếu hoặc chỉ trả một phần bằng tiền mặt.

Một số nghiên cứu khác đã sử dụng khái niệm “khoảng cách tham nhũng”, hay khác biệt về tham nhũng, giữa các quốc gia tiếp nhận và quốc gia đầu tư để điều tra tác động của tham nhũng đối với các hoạt động M&A. Godinez và Liu (2015) nhận thấy, các công ty đầu tư đến từ các nước tham nhũng thấp không quen thuộc hoặc e ngại “các chi phí không chính thức” ở các nước tham nhũng cao, làm giảm dòng vốn FDI. Khi sự khác biệt tham nhũng giữa hai quốc gia tăng lên, rủi ro định giá cao sẽ lớn hơn cho các công ty đầu tư nếu thanh toán bằng tiền mặt. Những kết luận trên thêm khẳng định vấn đề đặt ra rằng, kiểm soát tham nhũng, đặc biệt ở quốc gia tiếp nhận đầu tư, có ảnh hưởng đến việc lựa chọn phương thức thanh toán trong thương vụ M&A. Dựa trên giả thuyết thâm nhập thị trường chiến lược, nghiên cứu này đề xuất hai giả thuyết như sau:

Giả thuyết H1: tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa chất lượng kiểm soát tham nhũng và sự lựa chọn tiền mặt như là phương thức thanh toán trong thương vụ M&A. Tuy nhiên, khi một quốc gia càng hoàn hảo trong kiểm soát tham nhũng thì công ty đầu tư có xu hướng lựa chọn phương thức phi tiền mặt trong giao dịch.

Giả thuyết H2: chất lượng kiểm soát tham nhũng của quốc gia tiếp nhận tốt hơn so với quốc gia chủ đầu tư, thì công ty đầu tư ưu tiên lựa chọn tiền mặt trong thương vụ. Tuy nhiên, khi khoảng cách giữa hai quốc gia càng cao thì công ty đầu tư có xu hướng lựa chọn phương thức phi tiền mặt trong giao dịch.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Trong nghiên cứu này, mẫu khảo sát bao gồm toàn bộ các thương vụ M&A ở 82 quốc gia trong khoảng thời gian 2000-2015. Dữ liệu về thể chế quốc gia được thu thập từ các nguồn tin cậy và có giá trị tham khảo như: Worldwide Governance Indicators (World Bank), Tổ chức Minh bạch quốc tế (Transparency International), World Development Indicators (World Bank). Các công ty đầu tư chào mua cổ phần tại các công ty mục tiêu không ít 5% và không nắm giữ ít hơn 5% sau khi thương vụ được hoàn thành; ngoài ra, giá trị giao dịch tối thiểu của mỗi thương vụ phải đạt 1 triệu USD. Cuối cùng, nghiên cứu đã thu thập được 75.553 thương vụ M&A trong giai đoạn 2000-2015.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Để khảo sát ảnh hưởng của chất lượng kiểm soát tham nhũng đến sự lựa chọn phương thức thanh toán của thương vụ M&A, nghiên cứu này sử dụng mô hình Probit với dữ liệu chéo (Cross-sectional data regression) như sau:

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TRANS_P_{i,t-1} + \beta_2 CONTROLS_{i,t-1} + \gamma + \delta_i + \Omega_k + \zeta_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó:

- Biến phụ thuộc ($CASH_{i,t}$): là 1 biến nhị phân, nhận giá trị bằng 1 nếu một thương vụ i trong năm t được thanh toán bằng tiền mặt và bằng 0 nếu thương vụ đó được thanh toán bởi các phương thức khác, như hối lộ cổ phiếu hoặc vừa tiền mặt vừa hối lộ cổ phiếu.

- Biến độc lập ($TRANS_P_{i,t-1}$): là biến đại diện cho chất lượng kiểm soát tham nhũng của mỗi quốc gia, gồm 2 nhóm biến khác nhau:

+ Kiểm soát tham nhũng (Control of Corruption) (CC và CC²). Dựa trên các nghiên cứu trước đây (Weitzel và Berns, 2006), nghiên cứu này sử dụng một trong các Chỉ số quản trị quốc gia (World Governance Indicators) do Ngân hàng Thế

giới xây dựng để đo lường mức độ kiểm soát tham nhũng (CC) ở cấp quốc gia. Chỉ số này tập trung vào mức độ kiểm soát tham nhũng bởi một nhà nước pháp quyền và minh bạch, gồm cả kiểm soát các hình thức tham nhũng nhỏ và lớn (Kaufmann và cộng sự, 2005). Chỉ số này nằm trong phạm vi từ -2,5 (kiểm soát yếu hay tham nhũng cao) đến 2,5 (kiểm soát tham nhũng hoàn hảo), trong đó chỉ số càng cao, tham nhũng càng ít. Nghiên cứu này cũng sử dụng biến bình phương của CC để khảo sát xem liệu mối quan hệ giữa chất lượng kiểm soát tham nhũng và phương thức thanh toán là tuyến tính hay phi tuyến.

+ Nhận thức tham nhũng (Corruption Perceptions) (CP và CP²). Dựa trên các nghiên cứu trước đây (Husted, 1999; Treisman, 2007), nghiên cứu này sử dụng một chỉ số khác phản ánh nhận thức tham nhũng xuyên quốc gia, Chỉ số nhận thức tham nhũng (CP). Chỉ số này được thu thập hàng năm kể từ năm 1996 bởi Tổ chức Minh bạch quốc tế để đo lường mức độ nhận thức tham nhũng ở khu vực công theo ý kiến khảo sát từ các chuyên gia và doanh nghiệp. Chỉ số sử dụng thang điểm từ 0 đến 10, trong đó chỉ số càng cao, tham nhũng càng ít. Nghiên cứu này cũng sử dụng biến bình phương của CP để khảo sát xem liệu mối quan hệ giữa mức độ nhận thức tham nhũng và phương thức thanh toán là tuyến tính hay phi tuyến.

- Biến kiểm soát (CONTROLS₁): nghiên cứu này xác định một tập hợp các biến được sử dụng để kiểm soát các ảnh hưởng khác trong mô hình và được xác định bởi các nghiên cứu trước đây (Dang và cộng sự, 2018). Để kiểm soát mô hình, nghiên cứu sử dụng 2 nhóm biến kiểm soát sau đây:

+ Các biến vĩ mô quốc gia (Country-level): nhóm biến này phải ảnh hưởng các điều kiện kinh tế vĩ mô, mức độ phát triển thị trường tài chính của mỗi quốc gia, bao gồm: ECOFREE: chỉ số tự do kinh tế; MCGDP: tỷ lệ vốn hóa thị trường chứng khoán/GDP; TAX: tỷ lệ

thuế thu nhập doanh nghiệp; GDPGR: tỷ lệ tăng trưởng GDP hàng năm; GDPCPT: GDP bình quân đầu người.

+ 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 thầu tóm hoạt động trong cùng một lĩnh vực, nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại; TOEHOLD: biến liên tục, phản ánh tỷ lệ cổ phần mà công ty thầu tóm có sở hữu trong công ty mục tiêu tại thời điểm thông báo thương vụ; SHARESought: biến liên tục, phản ánh tỷ lệ sở hữu mong muốn nắm giữ của công ty thầu tóm tại công ty mục tiêu; CROSS-BORDER: biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu công ty mục tiêu và công ty thầu tóm cùng thuộc 1 quốc gia và nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại; DEALVALUE: biến liên tục, phản ánh giá trị thương vụ.

Để hạn chế ảnh hưởng của những quan sát ngoại vi, nghiên cứu biến đổi các quan sát của các biến ở phân vị 1% và phân vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến liên tục. Nghiên cứu cũng bao gồm ảnh hưởng cố định ngành (γ_i), ảnh hưởng cố định năm (δ_t) và ảnh hưởng cố định khu vực châu lục (Ω_k).

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 theo nhóm thương vụ được thanh toán bằng tiền mặt và thanh toán phi tiền mặt. Kiểm định t-test được sử dụng để kiểm tra ý nghĩa thống kê của các biến giữa hai nhóm mẫu. Kết quả nghiên cứu cho thấy, chất lượng kiểm soát tham nhũng của quốc gia tiếp nhận đầu tư càng tốt (thể hiện thông qua biến CC và CP) thì thương vụ có xu hướng được thanh toán bằng tiền mặt. Khi nghiên cứu khoảng cách kiểm soát tham nhũng giữa quốc gia tiếp nhận và quốc gia chủ đầu tư (thể hiện thông qua các biến DIFF(CC) và DIFF(CP)) cũng thu được kết quả tương tự.

BẢNG 1: Kết quả thống kê mô tả các biến

Variable characteristics	(1)			(2)			Mean difference (1)-(2)
	Non-Cash			Cash			
	N	Mean	SD	N	Mean	SD	
Country-level variables							
Host CC	45.204	1,061	0,938	34.379	1,089	0,872	-4,38***
Host CP	42.190	6,758	1,973	32.849	6,859	1,834	-7,13***
Host ECOFREE	44.860	7,635	0,835	34.176	7,617	0,755	3,15***
Host MCGDP	42.429	1,024	0,459	32.709	1,035	0,484	-3,24***
Host TAX	42.001	0,446	0,143	32.322	0,442	0,130	3,80***
Host GDPGRT	44.433	0,036	0,030	33.996	0,032	0,031	19,14***
Host GDPCPT	44.430	34354	19176	33.997	35296	18776	-6,87***
Home CC	44.080	1,194	0,874	33.574	1,174	0,823	3,18***
Home CP	41.688	7,000	1,815	32.439	7,011	1,710	-0,78
Home ECOFREE	44.355	7,736	0,777	33.783	7,690	0,734	8,47***
Home MCGDP	41.681	1,057	0,453	31.733	1,059	0,484	-0,56
Home TAX	41.739	0,445	0,142	31.857	0,434	0,131	10,17***
Home GDPGRT	43.443	0,034	0,029	33.104	0,031	0,030	14,44***
Home GDPCPT	43.440	36933	18064	33.104	36980	18048	-0,35
DIFF(CC)	44.052	-0,122	0,631	33.566	-0,077	0,601	-10,12***
DIFF(CP)	41.411	-0,238	1,349	32.294	-0,150	1,266	-9,03***
DIFF(ECOFREE)	44.058	-0,097	0,628	33.622	-0,070	0,588	-6,03***
DIFF(MCGDP)	40.627	-0,030	0,324	31.139	-0,023	0,349	-2,73***
DIFF(TAX)	40.571	0,003	0,085	31.189	0,009	0,084	-9,49***
DIFF(GDPGRT)	43.126	0,002	0,018	32.974	0,001	0,017	7,70***
DIFF(GDPCPT)	43.120	-0,147	0,769	32.975	-0,102	0,705	-8,28***
Deal-specific variables							
RELATED	45.240	0,283	0,451	34.392	0,278	0,448	1,81*
TOEHOLD	45.240	0,145	0,352	34.392	0,204	0,403	-21,91***
SHARESUGHT	45.240	71,629	36,218	34.392	61,876	38,267	36,73***
CROSS-BORDER	45.240	0,241	0,428	34.392	0,240	0,427	0,38
lnDEALVALUE	45.240	279,378	2180,189	34.392	226,887	1157,083	4,05***

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

Nguồn: Tính toán của tác giả.

4.2. Ảnh hưởng của chất lượng kiểm soát tham nhũng đến phương thức thanh toán

Bảng 2 trình bày ảnh hưởng của chất lượng kiểm soát tham nhũng đến phương thức thanh toán trong thương vụ M&A sử dụng phương trình hồi quy (1). Kết quả hồi quy cho thấy rằng, biến CC và CP có tương quan cùng chiều và có ý nghĩa thống kê ở

mức 1% đối với biến CASH, nghĩa là thương vụ giao dịch bằng tiền mặt có xu hướng diễn ra ở những quốc gia tiếp nhận có chất lượng kiểm soát tham nhũng tốt, kết quả này phù hợp với giả thuyết H1. Ngoài ra, kết quả của biến CC² và CP² cho thấy, mối quan hệ ở trên là phi tuyến. Theo đó, khi một quốc gia càng hoàn hảo trong kiểm soát tham nhũng thì

công ty thầu tóm có xu hướng lựa chọn phương thức phi tiền mặt trong giao dịch. Nguyên nhân có thể xuất phát từ mức độ rủi ro đầu tư tiềm năng. Khi quốc gia tiếp nhận có xu hướng đạt đến điểm hoàn hảo hoặc vượt trội về kết quả chống tham nhũng, tính

minh bạch trong thu nhập và thông tin sẽ rất cao, nguy cơ hành vi thao túng giá chứng khoán thấp, vì vậy công ty thầu tóm sẽ có xu hướng đề nghị một phương thức phi tiền mặt, chẳng hạn hoán đổi cổ phiếu, trong đề nghị chào mua gửi đến công ty mục tiêu.

BẢNG 2: Kiểm soát tham nhũng và phương thức thanh toán

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)
Host CC	0,332*** (10,28)	0,381*** (11,22)		
Host CC ²	-0,100*** (-9,37)	-0,115*** (-10,24)		
Host CP			0,289*** (9,11)	0,313*** (9,44)
Host CP ²			-0,020*** (-8,81)	-0,022*** (-9,10)
RELATED	0,048*** (4,38)	0,058*** (5,12)	0,048*** (4,39)	0,057*** (5,09)
TOEHOLD	0,065*** (4,48)	0,050*** (3,39)	0,066*** (4,54)	0,051*** (3,45)
SHARESOUGHT	-0,004*** (-28,58)	-0,004*** (-28,95)	-0,004*** (-28,67)	-0,004*** (-29,09)
lnDEALVALUE	0,039*** (14,34)	0,037 (13,56)	0,038 (14,02)	0,036 (13,21)
CROSS-BORDER	0,023* (1,94)	0,015 (1,07)	0,032*** (2,62)	0,025* (1,75)
Host ECOFREE	-0,128*** (-6,99)	-0,106*** (-4,19)	-0,085*** (-5,26)	-0,057** (-2,38)
Host MCGDP	0,227*** (13,81)	0,133*** (5,58)	0,243*** (14,88)	0,153*** (6,45)
Host TAX	0,257*** (4,08)	0,465*** (5,31)	0,332*** (5,64)	0,533*** (6,26)
Host lnGDPCPT	-0,068*** (-4,31)	-0,062*** (-3,05)	-4,439*** (-14,28)	-0,014 (-0,78)
Host GDPGRT	-4,056*** (-12,47)	-4,255*** (-8,85)	-0,027** (-2,04)	-4,680*** (-9,94)
Home ECOFREE		-0,047** (-2,04)		-0,048** (-2,06)
Home MCGDP		0,135*** (6,10)		0,132*** (5,94)
Home TAX		-0,322*** (-4,26)		-0,295*** (-3,91)
Home lnGDPCPT		-0,028* (-1,68)		-0,024 (-1,48)
Home GDPGRT		-0,105 (-0,24)		-0,127 (-0,29)
INTERCEPT	0,806*** (4,07)	1,252*** (5,93)	-0,760*** (-5,78)	-0,516*** (-3,62)
Fixed-effects	YIG	YIG	YIG	YIG
N	68,276	64,892	68,245	64,871
Pseudo R ²	0,048	0,051	0,048	0,051

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

Nguồn: Tính toán của tác giả.

4.3. Kiểm định tính bền vững của kết quả nghiên cứu

Bảng 3 trình bày kiểm định tính bền vững của kết quả nghiên cứu bằng cách phân chia mẫu nghiên cứu thành những nhóm mẫu con khác nhau. Trước hết, cần khảo sát kết quả nghiên cứu giữa 2 nhóm mẫu, thị trường phát triển và đang phát triển. Lý do phải tiến hành kiểm định này là vì mức độ tham nhũng và chất lượng kiểm soát tham nhũng ở các thị trường khác nhau là không giống nhau, nó gắn liền với trình độ phát triển của mỗi quốc gia. Kết quả ở mô hình (1) đến (4) của bảng 3 hoàn toàn phù hợp với các kết luận rút ra ở phần trên và ủng hộ giả thuyết H1, cho thấy mối quan hệ giữa kiểm soát tham nhũng và sự lựa chọn phương thức thanh toán trong giao dịch M&A tồn tại ở các thị trường với trình độ phát triển không tương đương nhau. Nghiên cứu lặp lại mô hình hồi quy (1) trong đó loại bỏ Hoa Kỳ

trong mẫu nghiên cứu (Non-US). Điều này sẽ làm giảm đi yếu tố nội sinh trong mẫu thực nghiệm. Hoa Kỳ là quốc gia có hệ thống chính sách và cơ chế giám sát tham nhũng hàng đầu trong các nước phát triển và số lượng các thương vụ M&A diễn ra ở Hoa Kỳ cũng dẫn đầu thế giới, vì thế nếu đưa Hoa Kỳ vào trong mẫu nghiên cứu có thể dẫn đến sai lệch trong kết quả hồi quy. Tuy nhiên, kết quả ở mô hình (5) và (6) tiếp tục phù hợp với giả thuyết H1 và cho thấy, khi loại bỏ Hoa Kỳ trong mẫu, kết quả nghiên cứu vẫn không thay đổi. Cuối cùng, nghiên cứu chia mẫu thành nhóm các thương vụ diễn ra trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế toàn cầu 2007-2008 (Crisis) và nhóm thương vụ nằm ngoài khủng hoảng (Non-Crisis). Tương tự như các kết quả ở trên, vẫn tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính giữa chất lượng kiểm soát tham nhũng và sự lựa chọn tiến mặt trong thương vụ M&A.

BẢNG 3: Tính bền vững của kết quả nghiên cứu ở các nhóm mẫu khác nhau

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	DEVELOPED		DEVELOPING		NON-US		CRISIS		NON-CRISIS	
Host CC	0,480*** (7,52)		0,324*** (5,38)		0,460*** (13,06)		0,005 (0,06)		0,445*** (11,91)	
Host CC ²	-0,150*** (-7,24)		-0,078 (-1,54)		-0,117*** (-9,90)		-0,057*** (-1,96)		-0,129 (-10,47)***	
Host CP		0,617*** (9,09)		0,408*** (5,87)		0,304*** (8,63)		0,876*** (4,05)		0,643*** (14,57)
Host CP ²		-0,039*** (-8,41)		-0,030*** (-5,55)		-0,020*** (-8,07)		-0,054*** (-3,69)		-0,042*** (-14,19)
Deal-specific controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Host country controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Home country controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Fixed-effects	YIG	YIG	YIG	YIG	YIG	YIG	YIG	YIG	YIG	YIG
N	52.326	52.326	12.566	12.545	43.196	43.175	9.757	9.750	55.135	55.121
Pseudo R ²	0,061	0,062	0,065	0,066	0,062	0,060	0,079	0,081	0,051	0,052

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

Nguồn: Tính toán của tác giả.

4.4. Khoảng cách chống tham nhũng giữa các quốc gia và phương thức thanh toán

Để phát triển sự hiểu biết về mối quan hệ giữa khoảng cách chống tham nhũng (hay

chênh lệch trong kiểm soát tham nhũng) giữa quốc gia tiếp nhận đầu tư và quốc gia chủ đầu tư và sự lựa chọn phương thức thanh toán trong thương vụ (Giả thuyết H2), phương trình hồi quy được xây dựng như sau:

$$\text{CASH}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{DIFF}_{i,t-1} + \beta_2 \text{CONTROLS}_{i,t-1} + \gamma_i + \delta_t + \Omega_k + \zeta_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó: biến độc lập ($\text{DIFF}_{i,t-1}$): đại diện cho chênh lệch trong mức độ kiểm soát tham nhũng giữa hai quốc gia; biến kiểm soát ($\text{CONTROLS}_{i,t-1}$): đối với các biến vĩ mô, chúng tôi sử dụng giá trị chênh lệch giữa hai quốc gia; trong khi các biến thương vụ vẫn giữ nguyên như phương trình (1).

Bảng 4 cho thấy, chất lượng kiểm soát tham nhũng của quốc gia tiếp nhận tốt hơn so với quốc gia chủ đầu tư thì công ty thầu tóm ưu tiên lựa chọn tiền mặt trong thương vụ. Tuy nhiên, khi khoảng cách giữa hai quốc gia càng

cao thì công ty thầu tóm có xu hướng lựa chọn phương thức phi tiền mặt trong giao dịch. Nói cách khác, khi khoảng cách trong kiểm soát tham nhũng thấp, nghĩa là kiểm soát tham nhũng ở quốc gia mục tiêu yếu hơn so với quốc gia chủ đầu tư, những công ty thầu tóm có xu hướng lựa chọn thanh toán bằng tiền mặt trong giao dịch. Tuy nhiên, khi sự khác biệt trong kiểm soát tham nhũng ngày càng xa, họ sẽ lựa chọn các phương thức phi tiền mặt, nhằm tận dụng chất lượng môi trường thể chế, môi trường thông tin và tính minh bạch cao ở quốc gia tiếp nhận đầu tư. Kết quả này phù hợp với giả thuyết H2.

BẢNG 4: Khoảng cách chống tham nhũng và sự lựa chọn phương thức thanh toán

Variables	(1)	(2)
DIFF(CC)	0,089*** (3,84)	
DIFF(CC) ²	-0,023*** (-3,93)	
DIFF(CP)		0,011* (1,65)
DIFF(CP) ²		-0,005*** (-3,81)
RELATED	0,062*** (5,67)	0,059*** (5,24)
TOEHOLD	0,076*** (5,24)	0,071*** (4,78)
SHARESUGHT	-0,004*** (-28,71)	-0,004*** (-27,53)
lnDEALVALUE	0,037*** (13,98)	0,037*** (13,55)
CROSS-BORDER	0,057*** (3,62)	0,046*** (2,86)
DIFF(ECOFREE)	-0,060*** (-2,64)	-0,026 (-1,21)
DIFF(MCGDP)	-0,021 (-1,04)	-0,0169 (-0,81)
DIFF(TAX)	0,383*** (5,47)	0,402*** (5,53)
DIFF(lnGDPCPT)	0,016 (0,87)	0,045*** (2,77)
DIFF(GDPGRT)	-1,829*** (-4,40)	-1,999*** (-4,68)
INTERCEPT	-0,298*** (-4,61)	-0,305*** (-4,66)
Fixed-effects	YIG	YIG
N	68.314	64.855
Pseudo R ²	0,041	0,040

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

Nguồn: Tính toán của tác giả.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Sử dụng bộ dữ liệu toàn diện về các thương vụ M&A ở 82 quốc gia trong giai đoạn 2000-2015, kết quả nghiên cứu cho thấy, tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính giữa chất lượng kiểm soát tham nhũng và sự lựa chọn tiền mặt trong thương vụ. Theo đó, khi quốc gia tiếp nhận đầu tư gia tăng khả năng kiểm soát tham nhũng thì phương thức tiền mặt thường được lựa chọn trong giao dịch; nhưng khi quốc gia đó càng tiệm cận đến điểm hoàn hảo trong kiểm soát tham nhũng thì thương vụ có xu hướng thành công với các phương thức phi tiền mặt; kết quả tương tự khi nghiên cứu khoảng cách kiểm soát tham nhũng giữa quốc gia tiếp nhận và quốc gia chủ đầu tư.

Những phát hiện của nghiên cứu đóng góp hai ý nghĩa quan trọng:

- Về mặt lý thuyết, thay vì nhấn mạnh vào các đặc điểm ở cấp độ doanh nghiệp và đặc điểm của thương vụ như trong các khảo sát hiện có, nghiên cứu chỉ ra rằng, môi trường thể chế và tính minh bạch, đặc trưng bởi chất lượng chống tham nhũng, có liên quan chặt chẽ với rủi ro trong đầu tư dưới hình thức M&A và có tác động trực tiếp đến việc lựa chọn phương thức giao dịch trong thương vụ. Phát hiện này mở rộng các nghiên cứu trước đây của Cuervo-Cazurra (2008), Duanmu (2011), Godinez và Liu (2014) và Jain và cộng sự (2017) bằng cách cung cấp bằng chứng tốt hơn về sự không hoàn hảo của thị trường và ảnh hưởng của chúng đối với quá trình lập kế hoạch đầu tư.

Về mặt thực tiễn, trong khi các nghiên cứu hiện có chủ yếu khảo sát cho một nhóm nước (chẳng hạn như nhóm nước khối BRICS hoặc khối Đông Âu cũ), hoặc các khu vực cụ thể (như Đông Nam Á, Châu Mỹ Latinh), nghiên cứu này sử dụng một mẫu toàn diện bao gồm 82 thị trường M&A, cho phép khái quát các kết quả và kết luận thống kê cho toàn bộ bối cảnh thị trường toàn cầu. Bằng chứng của nghiên cứu này làm sáng tỏ các

đặc điểm của môi trường thể chế và tính minh bạch như là nguồn thông tin của các quyết định M&A. Kết quả nghiên cứu giúp các nhà hoạch định chính sách và quản lý trong lĩnh vực tài chính hiểu rõ thêm tác động của tham nhũng và vai trò của việc kiểm soát tham nhũng đối với sự phát triển của thị trường M&A. Từ đó, những nhà hoạch định chính sách và quản lý đưa ra những định hướng chính sách, những cải cách và hành động phù hợp nhằm thúc đẩy sự phát triển bền vững và lành mạnh của thị trường M&A, cũng như xây dựng các chính sách phù hợp để khuyến khích phát triển thị trường M&A ở mỗi quốc gia.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Boateng A., Du M., Wang Y., Wang C., Ahammad M.F. (2017), Explaining the surge in M&A as an entry mode: home country and cultural influences, *International Marketing Review*, 34 (1), 87-108.
- Chen C.J., Ding Y., Kim C.F. (2010), High-level politically connected firms, corruption, and analyst forecast accuracy around the world, *Journal of International Business Studies*, 41(9), 1505-1524.
- Cuervo-Cazurra A. (2008), Better the devil you don't know: Type of corruption and FDI in transition economies, *Journal of International Management*, 12-27.
- Dang M., Henry D., Nguyen M.T., Hoang V.A. (2018), Cross-country determinants of ownership choices in cross-border acquisitions: Evidence from emerging markets, *Journal of Multinational Financial Management*, 44, 14-35.
- Di Guardo M.C., Marrocu E., Paci R. (2016), The concurrent impact of cultural, political, and spatial distances on international mergers and acquisitions, *World Economy*, 39 (6), 824-852.
- Di Rienzo C.E., Das J., Cort K.T., Burbidge J. (2007), Corruption and the role of information, *Journal of International Business Studies*, 38(2), 320-332.
- Duanmu J. (2011), The effect of corruption distance and market orientation on the ownership choice of MNEs: Evidence from China, *Journal of International Management*, 17(2), 162-174.
- Duchin R., Sosyura D. (2012), The politics of government investment, *Journal of Financial Economics*, 106, 24-48.

9. Fuller K.P., Glatzer M.B. (2003), Method-of-payment choice for international targets, *Advances in Financial Economics*, 8(1), 47-64.
10. Godínez J. R., Liu L. (2014), Corruption distance and FDI flows into Latin America, *International Business Review*, 24 (1), 33-42.
11. Goldman E., Rocholl J., So J. (2013), Politically connected boards of directors and the allocation of procurement contracts, *Review of Finance*, 17, 1617-1648.
12. Habib M., Zurawicki L. (2001), Country-level investments and the effect of corruption - some empirical evidence, *International Business Review*, 10, 687-700.
13. Husted B. (1999), Wealth, culture, and corruption, *Journal of International Business Studies*, 30, 339-60.
14. Jain P.K., Kuvvet E., Pagano M.S. (2017), Corruption's impact on foreign portfolio investment, *International Business Review*, 26 (1), 23-35.
15. Jemison D.B., Sitkin S.B. (1986), Corporate acquisitions. A Process perspective, *Academy of Management Review*, 11 (1).
16. Kaufmann D., Kraay A., Mastruzzi M (2005), Governance matters IV: Governance indicators for 1996-2004, World Bank Policy Research Working Paper No. 3630, Washington, D.C.
17. Khan M.A., Khan M.A., Abdulahi M.E., Liaqat I., Shah S.S.H. (2019), Institutional quality and financial development: The United States perspective, *Journal of Multinational Financial Management*, 49, 67-80.
18. Lebedev S., Peng M.W., Xie E., Stevens C.E. (2015), Mergers and acquisitions in and out of emerging economies, *Journal of World Business*, 50 (4), 651-662.
19. Nguyen N.H., Phan H.V (2017), Policy uncertainty and mergers and acquisitions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52, 613-644.
20. Rossi S., Volpin P.F. (2004), Cross-country determinants of mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 74, 277-304.
21. Sherman A.J. (2011). Mergers & Acquisitions from A to Z. New York: AMACOM.
22. Transparency International (2010), Corruption Perceptions Index. <https://www.transparency.org/>
23. Treisman D. (2007), What have we learned about the causes of corruption from ten years of cross-national empirical research?, *Annual Review of Political Science*, 10, 211-244.
24. Weitzel U., Berns S (2006), Cross-border takeovers, corruption, and related aspects of governance, *Journal of International Business Studies*, 37(6), 786-806.
25. Woo J., Heo U. (2009), Corruption and foreign direct investment attractiveness in Asia, *Asian Politics and Policy*, 1(2), 223-238.
26. 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: 24-9-2019
Ngày duyệt đăng: 30-10-2019