

SỰ BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU CỦA CÁC CÔNG TY THÊU TÓM Ở VIỆT NAM

Phan Thị Hồng Hạnh*

Tóm tắt

Trong bài viết này, tác giả đã nghiên cứu mức độ biến động của giá cổ phiếu của 25 công ty niêm yết ở Việt Nam khi công bố thông tin thâu tóm và sáp nhập, giai đoạn từ 26/8/2008 đến 08/4/2015. Phương pháp nghiên cứu sự kiện được áp dụng để tính toán tỷ suất sinh lợi bất thường với các khung cửa sổ sự kiện trước, xung quanh và sau ngày công bố thông tin. Kết quả cho thấy, đối với những cửa sổ sự kiện ngắn xung quanh ngày công bố thông tin (1 tuần giao dịch, 2 tuần giao dịch, 4 tuần giao dịch), tỷ suất sinh lợi bất thường của các công ty thâu tóm có giá trị lớn hơn hoặc bằng không. Đối với cửa sổ sự kiện sau ngày công bố thông tin, kết quả về lợi nhuận bất thường cũng cho kết quả tương tự. Thị trường cho rằng động cơ chính của các thương vụ thâu tóm và sáp nhập là tăng giá trị của doanh nghiệp sau hợp nhất do lợi thế kinh tế theo quy mô.

Từ khóa: công ty bị thâu tóm, công ty tiến hành hoạt động thâu tóm, cửa sổ sự kiện, M&A, phương pháp nghiên cứu sự kiện, tỷ suất sinh lợi bất thường.

Mã số: 318. Ngày nhận bài: /2016. Ngày hoàn thành biên tập: /2016. Ngày duyệt đăng: /2016.

Abstract

In this research, the author investigated the changes of stock prices of 25 Vietnamese listed corporations which had announced merger and acquisition decisions from 26 August 2008 to 8 April 2015. Event study was applied and abnormal returns were calculated for event windows preceding, surrounding and following the event (the announcement date). Empirical results showed that for short event-windows (1 transaction week, 2 transaction weeks, and 4 transaction weeks), abnormal returns of bidders' stocks were larger than or equal to zero. The same finding results were for those of post event-windows. This was due to the fact that market expected these merger and acquisition deals were stemmed from good motives of managers. Moreover, investors waited to see higher combined value since economies of scale arised along with M&A.

Key words: target, bidder, event window, M&A, event study, abnormal return.

Paper No. 318. Date of receipt: . Date of revision: /2016. Date of approval: /2016.

Giới thiệu

M&A (viết tắt của cụm từ tiếng anh “Mergers and Acquisitions” - sáp nhập và thâu tóm) là hoạt động giành quyền kiểm soát một bộ phận hoặc toàn bộ doanh nghiệp thông qua việc sở hữu một phần hoặc toàn bộ doanh nghiệp đó. Nguyên tắc cơ bản của M&A là phải tạo ra những giá trị mới cho các cổ đông

mà việc duy trì tình trạng cũ không đạt được. Hoạt động M&A không chỉ làm thay đổi tình trạng sở hữu của một doanh nghiệp đối với cổ phần hoặc tài sản mà còn làm thay đổi cả hoạt động quản trị điều hành doanh nghiệp. Tuy nhiên, mức độ thay đổi về quản trị còn phụ thuộc vào các quy định của pháp luật, điều lệ doanh nghiệp và các thỏa thuận của các bên khi tiến hành thương vụ M&A.

Ở thị trường Việt Nam, hoạt động M&A diễn ra mạnh mẽ cả về số lượng lẫn giá trị. Với số lượng ít ỏi chỉ khoảng 30 thương vụ năm 1994 với tổng giá trị giao dịch chưa tới 100 triệu đô la Mỹ, năm 2014 ghi nhận gần 350 thương vụ với giá trị giao dịch tương ứng là 2,5 tỷ đô la Mỹ. Mặc dù có sự gia tăng mạnh về số lượng lẫn giá trị giao dịch, nhưng nghiên cứu về mức độ ảnh hưởng của những thương vụ thu tóm này lên giá cổ phiếu (wealth effect) của các công ty tiến hành hoạt động thu tóm (bidder) ở Việt Nam còn rất hạn chế.

Trong bài nghiên cứu này, tác giả tổng hợp lý thuyết về động cơ cũng như cơ sở đánh giá hoạt động M&A. Tiếp theo đó, bài viết trình bày tình hình nghiên cứu về ảnh hưởng của quyết định thu tóm lên giá cổ phiếu của công ty thu tóm ở các thị trường phát triển và các thị trường đang phát triển. Số liệu của 25 thương vụ thu tóm của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam được thu thập (21 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (HOSE) và 4 công

ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX)). Phương pháp nghiên cứu sự kiện được áp dụng và tỷ suất sinh lợi bất thường được tính toán cho các khung cửa sổ sự kiện trước, xung quanh và sau ngày công bố thông tin thu tóm và sáp nhập. Từ đó, các giả thuyết về lợi nhuận bất thường cho các khung cửa sổ sự kiện mang giá trị không âm được đặt ra và kiểm định.

Bài viết được trình bày theo bố cục sau: cơ sở lý thuyết, phương pháp luận nghiên cứu, mẫu nghiên cứu, giả thuyết nghiên cứu, kết quả nghiên cứu.

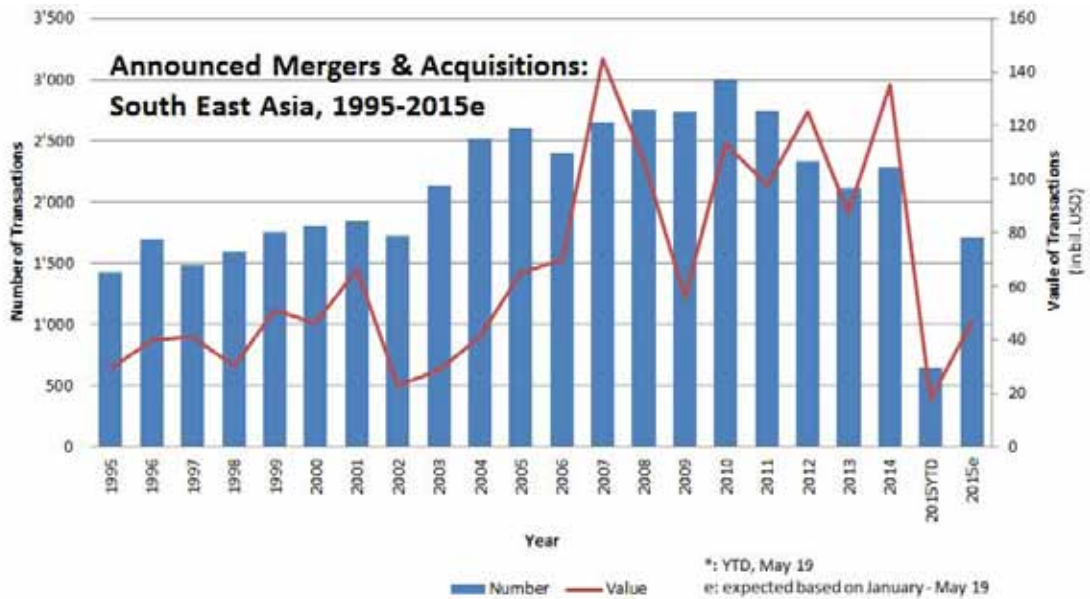
1. Cơ sở lý thuyết

1.1. Diễn biến của hoạt động M&A

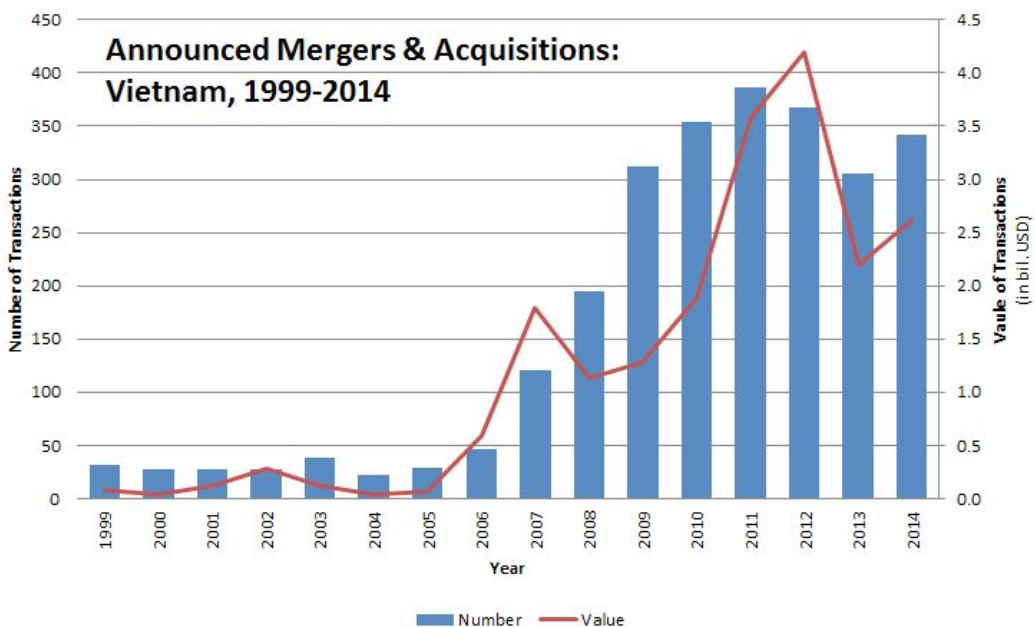
Thomson Reuters đã ghi nhận tổng cộng 752.000 thương vụ M&A trên toàn cầu từ năm 1985 đến 2012. Hoạt động này giảm mạnh trong những năm 2008 và 2009 do khủng hoảng tài chính toàn cầu nhưng phục hồi mạnh vào năm 2010. Năm 2012 đã chứng kiến 370.000 thương vụ giao dịch với tổng giá trị 2,4 tỷ đô la Mỹ (Reuters, 2012) (Rahman and Lambkin, 2015).



Hình 1: Số lượng và giá trị của các thương vụ M&A trên toàn thế giới từ 1985-2015



Hình 2: Số lượng và giá trị của các thương vụ M&A ở Đông Nam Á từ 1995-2015



Hình 3: Số lượng và giá trị của các thương vụ M&A ở Việt Nam từ 1999-2014

Nguồn: IMAA Institute

Hoạt động M&A diễn ra rất sôi nổi ở khu vực Đông Nam Á, vào năm 2014 giá trị giao dịch lên tới 3.000 tỷ USD, với khoảng trên 2.300 giao dịch.

Hoạt động M&A ở Việt Nam liên tục tăng trưởng cả về số lượng lẫn giá trị giao dịch. Đặc biệt, M&A tăng trưởng mạnh trong vòng một thập kỷ gần đây, bắt đầu từ 2007 khi Việt

Nam tham gia vào Tổ chức Thương mại thế giới (WTO). Đáng lưu ý, số thương vụ M&A đạt đỉnh điểm năm 2011 (gần 400 giao dịch) và giá trị giao dịch đạt mức kỷ lục vào năm 2012 (4,5 tỷ đô la Mỹ).

1.2. Động cơ của hoạt động M&A

M&A tạo ra hiệp lực và lợi thế kinh tế theo quy mô và theo đặc thù, giúp mở rộng hoạt động sản xuất và thâm nhập vào thị trường mới, tạo ra sản phẩm và dịch vụ mới, đa dạng hóa hoạt động của doanh nghiệp, giảm chi phí và rủi ro. Đặc biệt trong nền kinh tế vĩ mô tiềm ẩn nhiều rủi ro và biến động, những thương vụ M&A giữa các ngân hàng lớn còn xuất phát từ nhu cầu xác định lại vị trí chiến lược của doanh nghiệp và hình thành mô hình tập đoàn (Asimakopoulou và Athanasoglou, 2009).

Các nghiên cứu trước đây cho thấy rằng hoạt động M&A được phân thành hai dạng: 1) tối đa hóa giá trị (các thương vụ M&A xuất phát từ động cơ làm tăng giá trị từ hợp lực của hai doanh nghiệp (Coase, 1937) và 2) làm suy giảm giá trị (các thương vụ M&A xuất phát từ động cơ xấu (Halpern 1983, Jensen 1986, Shleifer và Vishny 1989). Chính lợi ích nhóm của các nhà quản trị, tính kiêu căng, sự ngạo mạn của các nhà lãnh đạo đã dẫn đến những thương vụ đầu tư làm giảm giá trị tài sản của cổ đông.

Nhiều nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm cho thấy rằng M&A đem lại lợi nhuận cho các công ty bị đầu tư nhưng không làm tăng giá trị tài sản cho các công ty tiến hành hoạt động đầu tư.

Những lợi thế về quy mô hoạt động, sức mạnh về tài chính (Chatterjee, 1986) được cho là làm tăng giá trị tài sản cổ đông của các công ty tiến hành hoạt động đầu tư. Những thương vụ đầu tư xuất phát từ động cơ thỏa mãn những lợi ích riêng của các nhà quản trị làm ảnh hưởng đến giá trị tài sản của cổ đông

(Jensen và Meckling, 1976) và khi những nhà đầu tư hành các công ty có tiền mặt dồi dào thường tham gia vào các dự án không hiệu quả (lợi nhuận rất thấp hoặc không đem lại lợi nhuận (Chatterjee, 1986)). Theo Theo Roll's (1986), lý thuyết về sự kiêu ngạo cho thấy rằng nhà quản trị của các công ty đầu tư định giá sai giá trị của các công ty được đầu tư. Chính vì giá trị được chuyển từ công ty tiến hành hoạt động đầu tư sang công ty bị đầu tư, không có sự thay đổi giá trị tài sản của công ty sau khi đã hợp nhất.

1.3. Cơ sở đánh giá hoạt động M&A

Hai quan điểm nghiên cứu về kết quả hoạt động của doanh nghiệp sau khi sáp nhập: 1) đứng trên quan điểm của cổ đông - được đo lường dựa trên giá trị cổ phiếu, và 2) đứng trên quan điểm kế toán - được đo lường dựa trên kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh. Theo quan điểm 1, đo lường lợi nhuận cổ phiếu bằng phương pháp nghiên cứu sự kiện (event study) là một phương pháp phổ biến nhất được các nhà kinh tế học và học giả về tài chính sử dụng nhiều trong nghiên cứu (Andrade và cộng sự 2001, King và cộng sự 2004, McNamara và cộng sự 2008, Tuch và O'Sullivan 2007). Phương pháp này dựa trên thuyết thị trường hiệu quả với lập luận rằng giá cổ phiếu hiện tại phản ánh lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp (Duso, Gugler và Yurtoglu, 2010). Những nghiên cứu trước đây cho thấy rằng thông tin đầu tư được công bố không ảnh hưởng đến lợi nhuận cổ phiếu trong ngắn hạn, và trong dài hạn lợi nhuận của cổ phiếu mang giá trị âm (Martynova và Renneboog 2008; Tuch và O'Sullivan, 2007). Những nghiên cứu theo hướng kế toán đã đánh giá hoạt động của công ty sau khi đầu tư hoặc sáp nhập bằng cách so sánh lợi nhuận tổng sau khi hợp nhất với lợi nhuận riêng lẻ của các công ty nếu chưa sáp nhập. Các nghiên cứu này xem xét

lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trên doanh thu và lợi nhuận trên tổng tài sản sau 1, 2, và 3 năm sau khi sáp nhập. King và cộng sự (2004) đã tính toán lợi nhuận trên tổng tài sản (Return on Assets - ROA), lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (Return on Equity - ROE) và lợi nhuận trên doanh thu (Return on Sales - ROS) trong các cửa sổ sự kiện (event window) từ ngày 1-5, 6-21, 22-180, 181 - 3 năm và sau 3 năm, sử dụng số liệu sổ sách kế toán và dữ liệu từ thị trường chứng khoán. Nhóm tác giả đã đi đến kết luận rằng, sau khi thu tóm hoặc sáp nhập, lợi nhuận bất thường (lợi nhuận của cổ phiếu so với trung bình ngành) mang giá trị âm nhưng không có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy rằng, tài sản cổ đông của công ty tiến hành thu tóm không tăng sau sáp nhập. Tổng kết lại, dù đã có nhiều nghiên cứu chuyên sâu trong ba thập kỷ vừa qua, các nghiên cứu cho thấy rằng hoạt động sau thu tóm và sáp nhập không được như kỳ vọng, kể cả lợi nhuận hoạt động lẫn giá thị trường của cổ phiếu. Tuy nhiên, một số nghiên cứu cho các kết quả ngược và mâu thuẫn lẫn nhau. Điều này được giải thích là do các nghiên cứu sử dụng những định nghĩa khác nhau về “lợi nhuận sau thu tóm sáp nhập” và các nghiên cứu sử dụng các phương pháp luận đo lường lợi nhuận khác nhau.

1.4. Các nghiên cứu liên quan

1.4.1. Nghiên cứu cho thị trường ở các nước phát triển

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm về hiệu ứng tài sản (sự thay đổi giá trị tài sản của cổ đông do giá cổ phiếu thay đổi) của cổ đông công ty tiến hành thu tóm không rõ ràng. Đối với thị trường Mỹ, Morck và cộng sự (1990), Lang và cộng sự (1991), Moeller và cộng sự (2004, 2005), Faccio và cộng sự (2006), Masulis và cộng sự (2007), Asquith (1983), Swihart (2000) và Loderer và Martin (1990) cho rằng giá trị của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu

là 0 hoặc dương. Trong khi đó, Franks và cộng sự (1991), Mulherin và Boone (2000), Andrade và cộng sự (2001), Dodd (1980), và Mikkeslon và Ruback (1985), Healy và cộng sự (1992) lại chứng minh tỷ suất sinh lợi có giá trị âm trong cửa sổ sự kiện. Đối với thị trường Anh, lợi nhuận âm cũng được chứng minh bởi Firth (1980) trong khi Franks và cộng sự (1977), Franks và Harris (1989), Higson và Elliott (1998) đã cho rằng giá trị tài sản của các công ty tiến hành hoạt động thu tóm tăng vào ngày công bố thông tin. Ngược lại, Sudarsanam và Mahate (2003) lại công bố kết quả nghiên cứu nhất quán với giả định kiêu ngạo (hubris hypothesis).

Tổng hợp kết quả của hơn 40 nghiên cứu về sự thay đổi giá cổ phiếu xung quanh ngày công bố thông tin (announcement date) của thương vụ M&A, Jensen và Ruback (1983) kết luận rằng, những công ty tiến hành hoạt động thu tóm có lợi nhuận bất thường bằng không. Brumer (2002) đã thống kê lại 130 nghiên cứu từ 1971-2001 và cũng có kết luận tương tự. Trái ngược lại với những nghiên cứu cho thị trường Mỹ, những nghiên cứu sau cho kết quả ngược lại: nghiên cứu của Eckbo (1986); Eckbo và Thorburn (2009) cho thị trường Canada, nghiên cứu của Pettway và Yamada (1986), Kang và cộng sự (2000) cho thị trường Nhật, nghiên cứu của Goergen và Renneboog (2004), Martynova và Renneboog (2008), Faccio và cộng sự (2006) cho một số nước Châu Âu. Những nghiên cứu cho thị trường Canada, Nhật và các nước châu Âu lại cho rằng: lợi nhuận bất thường của các công ty tiến hành hoạt động thu tóm có giá trị dương.

Một số nghiên cứu đã xem xét lợi nhuận của cổ phiếu trong dài hạn sau khi thương vụ thu tóm diễn ra. Các nghiên cứu này cho thấy rằng lợi nhuận âm trong dài hạn (Agrawal và cộng sự (1992), Loughran và Vijh (1997)).

Bradley và Sundaram (2004) chỉ ra rằng đối với các công ty đi đầu, lợi nhuận cổ phiếu bằng không trong hai năm sau khi tiến hành hoạt động đầu tư đối với các công ty mục tiêu là công ty tư nhân.

Trong khi đó, một số nghiên cứu đã chỉ ra rằng sự thay đổi của kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp sau khi đầu tư doanh nghiệp khác. Các tác giả lựa chọn những chuẩn để so sánh (benchmarks) và các phương pháp (measures) khác nhau khi tính toán lợi nhuận hoạt động trong nghiên cứu của mình (Barber và Lyon, 1996), và chính sự khác nhau về các thông tin kế toán do sử dụng những phương pháp kế toán khác nhau, các công trình nghiên cứu này không đưa ra được kết luận gì về lợi nhuận hoạt động của các doanh nghiệp sau khi tiến hành đầu tư, cả ở thị trường phát triển lẫn thị trường đang phát triển.

Cụ thể, Healy và cộng sự (1992) đã nghiên cứu 50 thương vụ sáp nhập lớn nhất nước Mỹ và đã đưa ra kết luận rằng dòng tiền (cash flow performance) của doanh nghiệp sẽ được cải thiện sau khi sáp nhập. Tuy nhiên, khi nghiên cứu về lợi nhuận bất thường trong dài hạn giống như nghiên cứu của Barber và Lyon (1996), Ghosh (2001) đã lập luận rằng kết quả hoạt động của doanh nghiệp không được cải thiện sau khi sáp nhập. Tựu trung lại, các nghiên cứu cho thấy rằng kết quả hoạt động trong dài hạn của các doanh nghiệp Mỹ không được cải thiện sau khi sáp nhập. Nghiên cứu của Chatterjee và Meeks (1996), Manson và cộng sự (1993 và 2000); nghiên cứu của Connet và cộng sự (2005), Powell và Stark (2005) cho thị trường Anh cũng cho kết quả tương tự.

1.4.2. Nghiên cứu cho thị trường các nước đang phát triển

Số lượng nghiên cứu về M&A ở những nước đang phát triển ít hơn cho những nước phát triển.

Zhu và Malhotra (2008) đã nghiên cứu 96 thương vụ đầu tư xuyên quốc gia (cross-border) ở Ý trong giai đoạn 1999-2005 và kết luận rằng tỷ suất sinh lợi cổ phiếu của công ty đầu tư có giá trị dương trong ngắn hạn.

Khi nghiên cứu thị trường đang phát triển, Rahman và Limmack (2004) đã đưa ra kết luận rằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của các công ty tiến hành đầu tư ở Malaysia từ năm 1988-1992 đã được cải thiện sau khi tiến hành đầu tư công ty khác. Nghiên cứu của Ramakrishnan (2008) ở Ấn Độ từ năm 1993 đến 2005 cũng cho kết quả nhất quán với nghiên cứu của Rahman và Limmack ở Malaysia và của Harjeet S. Bhabra và Jiayin Huang (2013) ở Trung Quốc.

Nghiên cứu về M&A trong lĩnh vực ngân hàng ở Châu Âu cho thấy rằng các ngân hàng bị đầu tư có lợi nhuận bất thường lớn hơn không vì nhà đầu tư kỳ vọng tài sản sẽ được sử dụng hiệu quả hơn (Spyrou và Siougle, 2010). Trong khi đó, trong hầu hết các nghiên cứu, tỷ suất sinh lợi cổ phiếu của các công ty tiến hành đầu tư lại có giá trị âm vì nhà đầu tư hoài nghi về động cơ của việc đầu tư sáp nhập cũng như những vấn đề phát sinh liên quan đến sự thành công của phương án đầu tư. Theo lý thuyết, M&A tạo ra hiệp lực, tạo ra lợi thế kinh tế theo quy mô và sản lượng, giúp doanh nghiệp tiếp cận thị trường mới, sản phẩm mới và dịch vụ mới, có thêm khách hàng mới, đa dạng hóa hoạt động kinh doanh, giảm thiểu rủi ro, từ đó dẫn đến gia tăng giá trị và lợi nhuận của doanh nghiệp đầu tư. Các thương vụ đầu tư của các ngân hàng lớn thường xuất phát từ mục tiêu tái cấu trúc hoặc mục tiêu phát triển thành tập đoàn (Asimakopoulou và Athanasoglou, 2009), đặc biệt trong môi trường kinh tế vĩ mô rủi ro và nhiều bất ổn. Tuy nhiên, trong thực tế, các quyết định đầu tư không xuất phát từ những

quan điểm tài chính và hoạt động hiệu quả, mà lại bắt nguồn từ những lợi ích nhóm cho các nhà quản trị của các ngân hàng tiến hành hoạt động đầu tư (Palmucci và Caruso, 2008).

Công trình nghiên cứu của Boateng và cộng sự (2008) được cho là một trong những nghiên cứu thực nghiệm đầu tiên về động cơ cũng như kết quả hoạt động của các thương vụ M&A xuyên quốc gia ở Trung Quốc. Nghiên cứu này dựa trên 27 thương vụ M&A trong giai đoạn 2000-2004, và cho rằng giá trị của các công ty đầu tư tăng lên sau sáp nhập trong ngắn hạn (được thể hiện qua lợi nhuận bất thường). Ngoài ra, Wang (2007) nghiên cứu về động cơ và tính hiệu quả của các thương vụ M&A ở Trung Quốc bằng cách nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị doanh nghiệp, quản trị lợi nhuận và giá trị công ty đi đầu tư. Wang đã kết luận rằng động cơ chủ yếu của các công ty niêm yết tiến hành hoạt động đầu tư ở Trung Quốc là do tính kiêu căng, sự ngạo mạn hoặc vì lợi ích riêng của các nhà quản trị. Chi và cộng sự (2009) khảo sát kết quả hoạt động và đặc điểm của các thương vụ M&A từ 1998 đến 2003. Khảo sát này nghiên cứu giai đoạn trước và tại thời điểm công bố thông tin và cho thấy rằng công ty tiến hành hoạt động đầu tư có lợi nhuận bất thường dương. Kết quả nghiên cứu cho thấy lợi thế về chính trị, phạm vi đầu tư liên tỉnh và phương thức thanh toán bằng tiền mặt có ảnh hưởng tích cực đến kết quả hoạt động của công ty đầu tư. Các tác giả đã đi đến kết luận rằng sau khi đầu tư, giá trị cơ bản của các công ty đầu tư ở Trung Quốc không được cải thiện trong ngắn hạn. Trong dài hạn, các kết quả nghiên cứu không nhất quán. Kết quả hoạt động kinh doanh của công ty đầu tư tốt hơn trong năm công bố thông tin và năm tiếp theo, nhưng lại giảm vào những năm tiếp sau đó (Feng và Wu (2001), Wang

và cộng sự (2001)). Wang (2007) lại kết luận rằng kết quả hoạt động kinh doanh của các công ty đầu tư giảm, đặc biệt trong dài hạn.

2. Phương pháp nghiên cứu và mẫu nghiên cứu

2.1. Phương pháp nghiên cứu

Bruner (2002) cho rằng phương pháp nghiên cứu sự kiện là phương pháp chính được các học giả sử dụng để nghiên cứu lợi nhuận của cổ phiếu công ty đầu tư (bidder) và công ty bị đầu tư (target), được đo lường bằng tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu. Nghiên cứu của Spyrou và Siougle (2010) cho lĩnh vực ngân hàng ở Châu Âu cho thấy rằng lợi nhuận bất thường của các ngân hàng bị đầu tư có giá trị dương (nhà đầu tư kỳ vọng tài sản của ngân hàng bị đầu tư sẽ được sử dụng hiệu quả hơn sau khi bị đầu tư). Trong khi đó, tài sản cố định của các ngân hàng đầu tư bị giảm giá trị (lợi nhuận bất thường của cổ phiếu ngân hàng đầu tư bị âm), vì các nhà đầu tư lo ngại rằng các thương vụ đầu tư không xuất phát từ động cơ tích cực và không có niềm tin vào sự thành công của các kế hoạch đầu tư.

Athanasoglou và cộng sự (2005); Spyrou và Siougle (2010) đã tiến hành nhiều nghiên cứu sâu về công bố thông tin đầu tư và sáp nhập bằng phương pháp “nghiên cứu sự kiện” (event study) với nhiều cửa sổ sự kiện (event window), từ 3 ngày tới 3 năm. Trong đó, giai đoạn cửa sổ +/-10 ngày, +/-20 ngày là các giai đoạn thường được sử dụng nhất. Cửa sổ càng dài ngày thì mức độ tăng của lợi nhuận bất thường càng cao và mức độ ý nghĩa thống kê càng lớn (Soongswang, 2010). Những khoảng thời gian khác nhau của sự kiện được sử dụng để nghiên cứu kỹ hơn về phản ứng lên giá cổ phiếu khi thông tin sáp nhập được công bố.

Phương pháp nghiên cứu sự kiện chuẩn (Rani và cộng sự, 2012) được sử dụng để đo lường lợi nhuận bất thường trong ngắn hạn: khung thời gian là 1 ngày ngày công bố thông tin (0,0), khung thời gian 3 ngày (-1,1), khung thời gian 5 ngày (-2,2), khung thời gian 11 ngày (-5,5).

Ngày công bố thông tin được ký hiệu là ngày 0 ($t=0$). Trong bài nghiên cứu này, tác giả đã tiến hành nghiên cứu các cửa sổ sự kiện sau:

- Trước sự kiện (-3,-1)
- Xung quanh sự kiện
- (0,0), (-1,1), (-2,2), (-3,3), (-5,5), (-15,15), (-20,20), (-30,30)
- Sau sự kiện (1,3), (1,5)
- Khoảng thời gian ước lượng để tính lợi nhuận bình thường : (-200,-30)

Đề tài tính toán lợi nhuận bất thường (abnormal return - AR) và cho các khung sự kiện tương ứng phía trên. Ngày công bố thông tin (announcement day, $t=0$) được chọn là ngày các trang báo mạng công bố thông tin về dự định thu tóm các công ty mục tiêu của các công ty tiến hành hoạt động thu tóm. Nếu cùng có nhiều trang báo mạng công bố thông

tin về một thương vụ nào đó, trang báo mạng nào đăng tin vào ngày sớm nhất sẽ được chọn là ngày công bố thông tin.

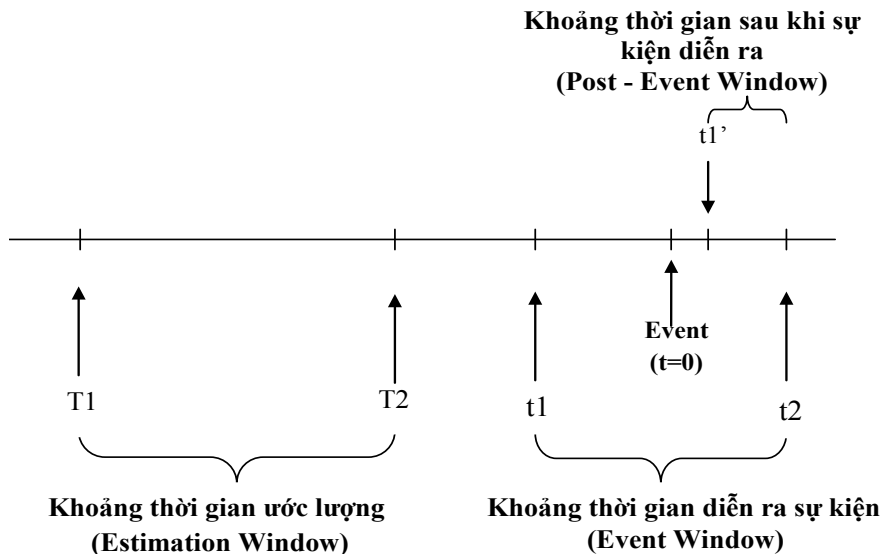
Lợi nhuận bất thường được định nghĩa là sự chênh lệch giữa lợi nhuận (R) và chuẩn (benchmark) hoặc lợi nhuận bình thường (normal return) (lợi nhuận bình thường là lợi nhuận của cổ phiếu trong trường hợp nếu không có sự kiện). Lợi nhuận bất thường cho doanh nghiệp i sau t giai đoạn (trong bài nghiên cứu này là ngày) được tính theo công thức sau:

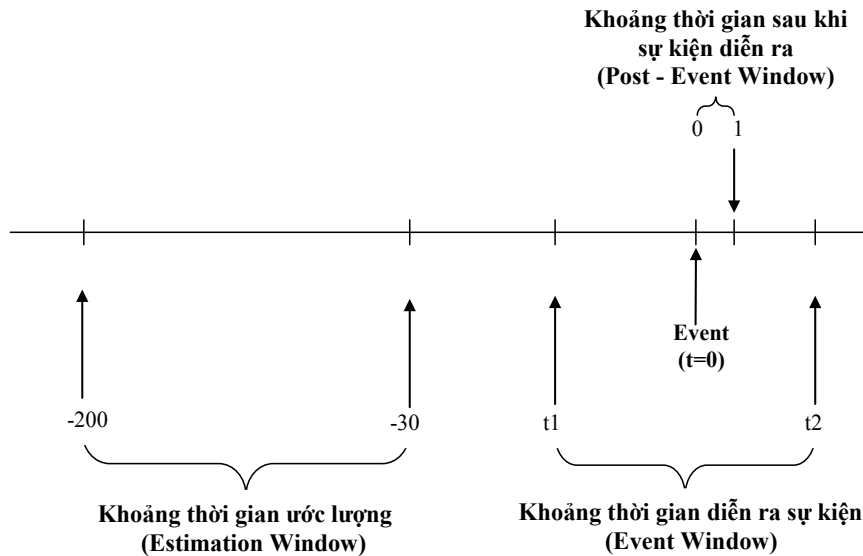
$$AR_{it} = R_{it} - NR_{it} \quad (1)$$

Lợi nhuận bất thường trung bình (không theo trọng số) giữa các doanh nghiệp trong giai đoạn t được tính như sau:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (2)$$

Giai đoạn ước lượng (estimation period) - $[T1, T2]$ - là khoảng thời gian trước giai đoạn diễn ra sự kiện (event period), $[t1, t2]$. Ngày diễn ra sự kiện (event date), $t=0$, thuộc giai đoạn diễn ra sự kiện (event period). Minh họa dòng thời gian liên quan đến sự kiện như sau:





2.2. Mẫu nghiên cứu

Đề tài nghiên cứu 25 thương vụ thu tóm từ 26/8/2008 đến 08/4/2015, với các công ty tiến hành hoạt động thu tóm là các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán tại Việt Nam (gồm 21 công ty niêm yết trên sàn HOSE và 4 công ty niêm yết trên sàn HNX). Cơ sở dữ liệu International Mergers (IMA) ghi nhận 55 thương vụ M&A từ 2008 đến 2012 với các công ty thu tóm là các công ty Việt Nam, trong đó có 17 thương vụ có công ty thu tóm đang niêm yết tại thời điểm công bố thông tin. Tác giả tự thu thập thêm các thương vụ thu tóm từ 2013-2015 với các công ty thu tóm là công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (8 thương vụ).

Một số lưu ý về cơ sở dữ liệu

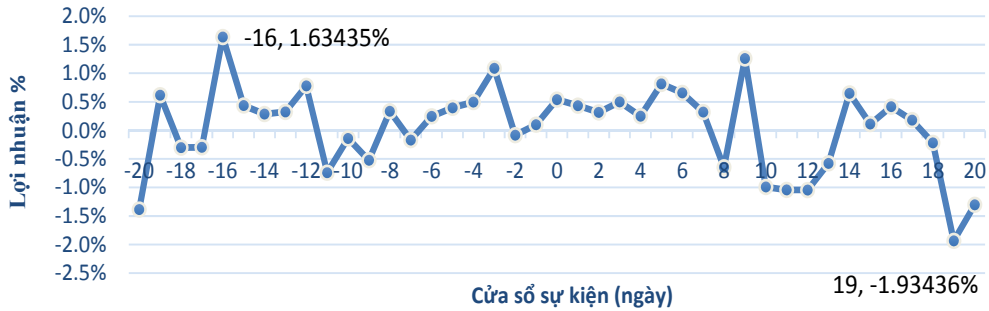
Tại thời điểm công bố thông tin về M&A ($t=0$), các công ty thu tóm phải là các công ty đang niêm yết trên HOSE hoặc HNX.

Trong khoảng thời gian 2008-2015, nếu một công ty niêm yết thực hiện nhiều thương vụ thu tóm thì mỗi thương vụ được tính là một quan sát độc lập trong mẫu nghiên cứu (do mỗi

thương vụ được thực hiện vào các giai đoạn khác nhau nên ngày công bố thông tin ($t=0$) của mỗi thương vụ là khác nhau, cửa sổ ước lượng và cửa sổ nghiên cứu cũng khác nhau).

Bảng 1: Phân bố ngành nghề của các công ty thu tóm trong mẫu nghiên cứu

TT	Lĩnh vực	Số lượng	Tỷ lệ %
1	Bất động sản	9	36,00%
2	Vật liệu xây dựng	1	4,00%
3	Sản xuất kinh doanh	2	8,00%
4	Thép	1	4,00%
5	Chứng khoán	2	8,00%
6	Thủy sản	2	8,00%
7	Nhựa - Bao bì	1	4,00%
8	Thực phẩm	2	8,00%
9	Ngân hàng - Bảo hiểm	4	16,00%
10	Dầu khí	1	4,00%
	Tổng	25	100,00%



Hình 4 : Lợi nhuận bất thường trung bình (Average Abnormal Return) cho cửa sổ sự kiện (-20,20)

Bảng 2: Thống kê thương vụ M&A trong mẫu nghiên cứu theo năm

Năm	Số lượng	Tỷ lệ %
2008	2	8,00%
2009	2	8,00%
2010	6	24,00%
2011	6	24,00%
2012	4	16,00%
2014	4	16,00%
2015	1	4,00%
Tổng	25	100,00%

2.3. Giả thuyết nghiên cứu

Nhiều nghiên cứu tại các thị trường đang phát triển kết luận rằng tỷ sinh lợi cổ phiếu của công ty tiến hành thu tóm có giá trị dương trong ngắn hạn. (Nội dung này đã được đề cập chi tiết trong mục 1.5.2.)

Từ những kết quả nghiên cứu cho thị trường đang phát triển đã được đề cập, bài nghiên cứu đưa ra các giả thuyết sau:

Giả thuyết 1 (H1): Lợi nhuận bất thường (Abnormal return - AR_i) của cổ phiếu của công ty thu tóm trong cửa sổ sự kiện **trước** ngày công bố thông tin lớn hơn hoặc bằng 0.

Giả thuyết 2 (H2): Lợi nhuận bất thường (Abnormal return - AR_i) của cổ phiếu của công ty thu tóm trong cửa sổ sự kiện **xung quanh** ngày công bố thông tin lớn hơn hoặc

bằng 0.

Giả thuyết 3 (H3): Lợi nhuận bất thường (Abnormal return - AR_i) của cổ phiếu của công ty thu tóm trong cửa sổ sự kiện **sau** ngày công bố thông tin lớn hơn hoặc bằng 0.

3. Kết quả nghiên cứu

KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH LỢI NHUẬN BẤT THƯỜNG TRƯỚC NGÀY CÔNG BỐ THÔNG TIN

Bảng 3: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường AR_{it} cho cửa sổ sự kiện (-3,-1)

	Cửa sổ sự kiện (-3,-1)		
	90%	95%	99%
mean	0.36837%	0.36837%	0.36837%
variance	0.00087367	0.000873669	0.000873669
Std Dev	0.02955789	0.02955789	0.02955789
t value	1.07929197	1.079292	1.079292
Kết luận	Bác bỏ H1	Bác bỏ H1	Bác bỏ H1

Tỷ suất sinh lợi bất thường của cổ phiếu cho giai đoạn trước ngày tin đồn không có giá trị lớn hơn hoặc bằng không. Khi thông tin về thu tóm và sáp nhập chưa được công bố ra thị trường, giá cổ phiếu của các công ty không có những biến động bất thường so với khoảng thời gian trước đó.

KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH LỢI NHUẬN BẤT THƯỜNG XUNG QUANH NGÀY CÔNG BỐ THÔNG TIN

Bảng 4: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường ARit cho cửa sổ sự kiện (0,0)

Cửa sổ sự kiện (0,0)			
	90%	95%	99%
Mean	0.54003%	0.54003%	0.54003%
Variance	0.0008978	0.00089781	0.000897812
Std Dev	0.0299635	0.02996351	0.029963513
t value	0.9011509	0.9011509	0.901150896
Kết luận	$E(ARit) \geq 0$	$E(ARit) \geq 0$	Bác bỏ H2

Tỷ suất sinh lợi bất thường của cổ phiếu tại ngày diễn ra sự kiện ($t=0$) có giá trị lớn hơn hoặc bằng 0. Thị trường phản ứng tích cực với cổ phiếu của các công ty thu tóm sau khoảng thời gian chờ đợi thông tin thu tóm được công bố chính thức. Nhà đầu tư kỳ vọng rằng các doanh nghiệp Việt đã tận dụng cơ hội, có chiến lược M&A phù hợp để trở thành những tập đoàn mạnh, kinh doanh đa ngành.

Bảng 5: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường ARit cho cửa sổ sự kiện (-3,3)

Cửa sổ sự kiện (-3,3)			
	90%	95%	99%
mean	0.41368%	0.41368%	0.41368%
variance	0.000835	0.000834995	0.000834995
Std Dev	0.0288963	0.028896275	0.028896275
t value	1.89383	1.89383	1.89383
Kết luận	$E(ARit) \geq 0$	$E(ARit) \geq 0$	Bác bỏ H2

Bảng 6: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường ARit cho cửa sổ sự kiện (-5,5)

Cửa sổ sự kiện (-5,5)			
	90%	95%	99%
mean	0.44137%	0.44137%	0.44137%
variance	0.0008268	0.000826774	0.000826774
Std Dev	0.0287537	0.028753674	0.028753674
t value	2.5455425	2.5455425	2.5455425
Kết luận	$E(ARit) \geq 0$	$E(ARit) \geq 0$	$E(ARit) \geq 0$

Bảng 7: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường ARit cho cửa sổ sự kiện (-10,10)

Cửa sổ sự kiện (-10,10)			
	90%	95%	99%
mean	0.24794%	0.24794%	0.24794%
variance	0.000784835	0.000784835	0.000784835
Std Dev	0.028014901	0.028014901	0.028014901
Count	525	525	525
t value	2.027833254	2.027833254	2.027833254
Kết luận	$E(ARit) \geq 0$	$E(ARit) \geq 0$	Bác bỏ H2

Tương tự cho kết quả vào ngày $t = 0$, lợi nhuận bất thường cho giai đoạn xung quanh sự kiện trong khoảng thời gian một tuần giao dịch (-3,3) cho kết quả lớn hơn hoặc bằng 0 (Bảng 5). Cửa sổ sự kiện tương ứng với hai tuần giao dịch (-5,5) và bốn tuần giao dịch xung quanh sự kiện (-10,10) cũng cho kết quả nhất quán với cửa sổ (-3,3) (Bảng 6, Bảng 7). Điều này được hiểu rằng giá cổ phiếu của các công ty thu tóm tăng xung quanh sự kiện thu tóm trong khoảng thời gian giao dịch từ một tuần đến một tháng. Thị trường cho rằng các thương vụ thu tóm của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán ở Việt Nam xuất phát từ việc các công ty thu tóm xác định đúng đối tác, hợp tác trên cơ sở cùng tận dụng ưu điểm, cộng hưởng sức mạnh của hai bên, nâng cao năng lực cạnh tranh. Hơn nữa, các doanh nghiệp bị mua là các doanh nghiệp đã có thương hiệu, có thị trường, công ty đi mua muốn thu tóm để mở rộng chuỗi giá trị và tiếp cận thị trường. Kết quả nghiên cứu nhất quán với các kết quả nghiên cứu cho thị trường các nước đang phát triển. Cụ thể: nghiên cứu của Zhu và Malhotra (2008) cho thị trường Ý trong giai đoạn 1999-2005, nghiên cứu của Boateng và cộng sự (2008) cho thị trường Trung Quốc, nghiên cứu của S. Bhabra và Huang (2013) cho thị trường Trung Quốc từ 1997 đến 2007. Các nghiên cứu này đều đi đến kết luận rằng

tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu công ty tiến hành đầu tư có giá trị dương trong ngắn hạn.

Bảng 8: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường ARit cho cửa sổ sự kiện (-15,15)

Cửa sổ sự kiện (-15,15)			
	90%	95%	99%
mean	0.14164%	0.14164%	0.14164%
variance	0.000811451	0.000811451	0.000811451
Std Dev	0.028485986	0.028485986	0.028485986
t value	1.591918836	1.591918836	1.591918836
Kết luận	E(ARit) >= 0	Bác bỏ H2	Bác bỏ H2

Bảng 9: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường ARit cho cửa sổ sự kiện (-20,20)

Cửa sổ sự kiện (-20,20)			
	90%	95%	99%
mean	0.04393%	0.04393%	0.04393%
variance	0.001019802	0.001019802	0.001019802
Std Dev	0.031934345	0.031934345	0.031934345
t value	0.440462092	0.440462092	0.440462092
Kết luận	Bác bỏ H2	Bác bỏ H2	Bác bỏ H2

Bảng 10: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường ARit cho cửa sổ sự kiện (-30,30)

Cửa sổ sự kiện (-30,30)			
	90%	95%	99%
mean	-0.002796%	-0.002796%	-0.002796%
variance	0.001034036	0.001034036	0.001034036
Std Dev	0.03215643	0.03215643	0.03215643
t value	-0.03395945	-0.03395945	-0.03395945
Kết luận	Bác bỏ H2	Bác bỏ H2	Bác bỏ H2

Khi xét cửa sổ sự kiện trong khoảng thời gian dài (-15,15),(-20,20) và (-30,30), tỷ suất sinh lợi bất thường của công ty đầu tư không lớn hơn hoặc bằng 0 (Bảng 8, Bảng 9, Bảng 10). Tỷ suất sinh lợi bất thường có giá trị lớn hơn hoặc bằng 0 cho các khung cửa sổ sự kiện ngắn (từ 1 tuần giao dịch đến 1 tháng giao dịch), nhưng không đúng cho các khung cửa sổ sự kiện dài hơn.

KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH LỢI NHUẬN BẤT THƯỜNG SAU NGÀY CÔNG BỐ THÔNG TIN

Bảng 11: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường ARit cho cửa sổ sự kiện (1,3)

Cửa sổ sự kiện (1,3)			
	90%	95%	99%
mean	0.41687%	0.41687%	0.41687%
variance	0.000797766	0.000797766	0.000797766
Std Dev	0.028244756	0.028244756	0.028244756
t value	1.278193245	1.2781932	1.2781932
Kết luận	E(ARit) >= 0	E(ARit) >= 0	Bác bỏ H3

Bảng 12: Kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường ARit cho cửa sổ sự kiện (1,5)

Cửa sổ sự kiện (1,5)			
	90%	95%	99%
mean	0.46315%	0.46315%	0.46315%
variance	0.000866	0.000866	0.000866
Std Dev	0.02943	0.02943	0.02943
t value	1.75934	1.75934	1.75934
Kết luận	E(ARit) > 0	E(ARit) >= 0	Bác bỏ H3

Khung thời gian ngắn sau khi sự kiện diễn ra (1,3), (1,5), tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu cũng lớn hơn hoặc bằng 0 (Bảng 11, Bảng 12). Điều này cho thấy, giá cổ phiếu biến động tăng sau khi thông tin đầu tư được công bố rộng rãi ra công chúng, và thị trường kỳ vọng rằng động cơ của các thương vụ đầu tư của các công ty niêm yết ở Việt Nam dựa trên nền tảng hợp lực giữa công ty đầu tư và công ty mục tiêu. Chính động cơ tích cực này đã đẩy giá cổ phiếu của công ty đầu tư trong khoảng thời gian 3 đến 5 ngày giao dịch sau khi thông tin đầu tư được công bố ra thị trường.

Tuy nhiên, kết quả cổ phiếu của công ty đầu tư có tỷ suất sinh lợi dương ngược với kết quả bài nghiên cứu của Nguyễn và Lê (2011) cho các công ty đầu tư tại thị trường chứng khoán Việt Nam từ 2005 đến 2/2011. Kết quả nghiên cứu của Nguyễn và Lê cho

rằng tỷ suất sinh lợi tích lũy của các công ty nhỏ có giá trị dương (nhưng không có ý nghĩa thống kê) trong khi của các công ty lớn có giá trị âm. Sự khác biệt về kết quả nghiên cứu có thể được giải thích là do dữ liệu nghiên cứu của bài viết được thu thập từ 2008-2015. Giai đoạn này chứng kiến sự tăng trưởng mạnh của hoạt động M&A tại Việt Nam, bắt đầu từ 2007 khi Việt Nam tham gia vào Tổ chức Thương mại thế giới (WTO) với nhiều rào cản được dỡ bỏ cho các nhà đầu tư tại Việt Nam cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán trong nước. Ngoài ra, sau giai đoạn phát triển tự phát ban đầu, từ năm 2011, thị trường M&A Việt Nam bước vào giai đoạn phát triển chiều sâu, theo đó, những công ty tốt, có tiềm năng phát triển trở thành doanh nghiệp mục tiêu của các công ty đi mua có tiềm lực tài chính, và các doanh nghiệp mục tiêu này cũng sẵn sàng hơn trong việc chào đón đầu tư của các công ty đi mua.

Kết luận

Đầu tư và sáp nhập là một hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, bắt nguồn từ động cơ tích cực (gia tăng giá trị của doanh nghiệp khi sử dụng hiệp lực) hoặc từ động cơ tiêu cực (sự ngạo mạn hoặc lợi ích nhóm của các

nhà quản trị). Bài nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để tìm hiểu động cơ của hoạt động đầu tư sáp nhập của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Thông qua phân tích lợi nhuận bất thường, kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy rằng tỷ suất sinh lợi bất thường của cổ phiếu các công ty đi mua có giá trị lớn hơn hoặc bằng 0 tại ngày công bố thông tin đầu tư và cho các khung cửa sổ xung quanh sự kiện ngắn (-3,3), (-5,5), (-10,10) cũng như cho giai đoạn sau sự kiện (1,3) và (1,5). Kết quả này nhất quán với các nghiên cứu của Zhu và Malhotra (2008) cho thị trường Ý, nghiên cứu của Boateng và cộng sự (2008), nghiên cứu của S. Bhabra và Huang (2013) cho thị trường Trung Quốc. Nhà đầu tư kỳ vọng rằng sau khi đầu tư, kết quả hoạt động kinh doanh của công ty sau sáp nhập sẽ khả quan do động cơ tích cực của các thương vụ đầu tư và sáp nhập là làm tăng giá trị của doanh nghiệp sau hợp nhất. Thông qua đầu tư và sáp nhập, công ty đi mua mở rộng hoạt động sản xuất và thâm nhập vào thị trường mới, tạo ra sản phẩm và dịch vụ mới, đa dạng hóa hoạt động của doanh nghiệp hoặc xác định vị trí chiến lược và hình thành mô hình tập đoàn. □

Tài liệu tham khảo

1. Frank de Jong and Peter de Goeij, 2009, Event Study Methodology, Tilburg University
2. Harjeet S. Bhabra, Jiayin Huang, 2013, An empirical investigation of mergers and acquisitions by Chinese listed companies, 1997-2007, Journal of Multinational Financial Management
3. Mahabubur Rahman, Mary Lambkin, 2015, Creating or destroying value through mergers and acquisitions: A marketing perspective, Industrial Marketing Management
4. Neelam, Surendra, 2013, Impact of Corporate Governance Score on Abnormal Returns of Mergers and Acquisitions, Procedia Economics and Finance 5, 2013
5. Nguyễn Thu Hiền, Lê Tường Luật, 2011, Ảnh hưởng của công bố thông tin đầu tư và sáp nhập lên suất sinh lời cổ phiếu công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Tạp chí phát triển KH&CN, Tập 14, Q2 - 2011