

QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ GIÁ TRỊ CỘNG HƯỞNG TẠO RA TRONG CÁC THƯƠNG VỤ SÁP NHẬP VÀ MUA BÁN (M&A) TẠI VIỆT NAM

CORPORATE GOVERNANCE AND SYNERGISTIC VALUE CREATED IN M&A DEALS IN VIETNAM

Hoàng Dương Việt Anh^{1*}, Lê Thùy Dung², Huỳnh Ngọc Lê Minh³

¹Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

²Trường Đại học Kinh tế Nghệ An

³Ban QLDA Đầu tư xây dựng công trình Giao thông và Nông nghiệp PTNT tỉnh Đắk Lắk

*Tác giả liên hệ: anhhdv@due.edu.vn

(Nhận bài: 05/10/2022; Chấp nhận đăng: 07/12/2022)

Tóm tắt - Bài viết làm rõ tác động của quản trị công ty đến giá trị cộng hưởng tạo ra trong các thương vụ M&A ở thị trường Việt Nam trong giai đoạn 2005-2015. Sử dụng hồi quy OLS đa biến để phân tích, kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng lợi tức cổ phiếu phụ trội tạo ra trong ngắn hạn giảm khi quy mô hội đồng quản trị của công ty mục tiêu càng lớn. Phát hiện này có đóng góp quan trọng về mặt học thuật và thực tiễn bằng việc cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm xác nhận ảnh hưởng tích cực của quản trị công ty đến giá trị cộng hưởng tạo ra trong các thương vụ M&A. Kết quả này cũng đưa ra các gợi ý đối với các công ty đầu tư và công ty mục tiêu về quy mô của hội đồng quản trị trong quá trình thực hiện chiến lược M&A.

Từ khóa - Sáp nhập và mua bán (M&A); giá trị cộng hưởng; quản trị công ty; Việt Nam.

1. Tính cấp thiết

Nghiên cứu của Jensen & Ruback [1] phát hiện rằng, các cổ đông công ty mục tiêu có thể tăng thêm 30% thu nhập từ các thương vụ sáp nhập và mua bán. Các công ty mạnh với nhiều cơ hội tăng trưởng cao có xu hướng tìm kiếm công ty khác để có thể gia tăng lợi thế cạnh tranh, tận dụng các lợi thế về quy mô, chi phí nhằm mở rộng thị trường hoặc đạt hiệu quả lớn hơn, trong khi những công ty có hiệu quả hoạt động kém dễ trở thành mục tiêu tìm kiếm trong quá trình mua lại, điều này phù hợp với lý thuyết hiệu quả trong thị trường kiểm soát công ty. Một số nghiên cứu về lý thuyết và thực nghiệm cũng đã cung cấp các minh chứng xác nhận tồn tại mối quan hệ giữa quản trị công ty và giá trị cộng hưởng tạo ra trong các thương vụ M&A. Dường như các yếu tố bên trong công ty được kỳ vọng sẽ làm thay đổi lợi ích của các cổ đông, cũng như chi phí bỏ ra liên quan đến chiến lược kinh doanh của các công ty. Trong các nghiên cứu hiện có, vấn đề quản trị công ty chủ yếu tập trung nhiều vào biến đại diện là hội đồng quản trị, CEO, cổ đông lớn [2-3] với mẫu nghiên cứu chủ yếu tập trung ở các quốc gia phát triển như Hoa Kỳ, Anh,... đã đưa ra các kết quả không đồng nhất với nhau. Đồng thời, sự khác biệt về đặc điểm môi trường thể chế quốc gia cũng như khung pháp lý quy định về quản trị công ty cũng dẫn đến có sự thiên lệch về chất lượng quản trị công ty nội bộ với bên ngoài.

Abstract - The article clarifies the impact of corporate governance on the synergistic value created in M&A deals in Vietnam in the period 2005-2015. Using multivariable OLS regression for analysis, the research results show that short-term cumulative abnormal return decreases when the board size of the target company is larger. This finding makes an important academic and practical contribution by providing additional empirical evidence confirming the positive influence of corporate governance on the synergistic value created in M&A deals. This result also provides suggestions for acquiring firms and target firms to consider the size of the board in the process of implementing M&A strategy.

Key words - Merger and Acquisition (M&A); synergy; corporate governance; Vietnam.

Những nghiên cứu hiện có liên quan đến quản trị công ty và giá trị cộng hưởng xem xét ở khía cạnh công ty mục tiêu là rất hạn chế. Tại Việt Nam, theo hiểu biết tốt nhất của nhóm tác giả vẫn chưa có nghiên cứu toàn diện nào xem xét tác động của quản trị công ty đến giá trị cộng hưởng trong các thương vụ M&A trong bối cảnh toàn thị trường Việt Nam, một thị trường mới nổi ở khu vực Đông Nam Á. Do đó, bài viết này sẽ cung cấp bằng chứng thực nghiệm xác nhận ảnh hưởng tiềm năng của quản trị công ty đến giá trị cộng hưởng tạo ra trong các thương vụ M&A tại Việt Nam.

2. Tổng quan tài liệu và giả thuyết nghiên cứu

2.1. Giá trị cộng hưởng trong thương vụ M&A

Trong bối cảnh quốc tế hóa, quá trình M&A được xem là chiến lược tái cấu trúc quan trọng, giúp thúc đẩy tăng trưởng, gia tăng sức mạnh thị trường của các công ty. Giá trị cộng hưởng cũng là một trong những lý do giúp giải thích vì sao các công ty tham gia vào quá trình M&A. Giá trị cộng hưởng tạo ra trong thương vụ M&A thực chất đề cập đến giá trị gia tăng tạo ra sau quá trình đầu tư, nghĩa là khi hai công ty kết hợp với nhau thông qua các hình thức đầu tư thì giá trị tạo ra lớn hơn so với tổng giá trị mà hai công ty hoạt động độc lập tạo ra [4-6].

Trong một thương vụ M&A, giá trị cộng hưởng được phân biệt gồm giá trị cộng hưởng tài chính, giá trị cộng

¹ Danang University – The University of Economics (Hoang Duong Viet Anh)

² Nghe An University of Economics (Le Thuy Dung)

³ Dak Lak Project Management Board of Transportation, Agriculture and Rural Development Construction Works (Huynh Ngoc Le Minh)

hường quản lý và giá trị cộng hưởng hoạt động [7-8]. Những giá trị cộng hưởng này có khả năng làm tăng giá trị thị trường của các công ty thu tóm. Giá trị cộng hưởng tài chính là kết quả của việc sử dụng chi phí vốn thấp hơn, có thể đạt được thông qua các cách: (i) Giảm rủi ro hệ thống của danh mục đầu tư; (ii) Gia tăng quy mô của một công ty xuất phát từ việc các công ty lớn có thể tiếp cận với nguồn vốn rẻ hơn; (iii) Các công ty có thể khai thác và phân bổ vốn hiệu quả hơn thông qua việc thiết lập một thị trường vốn nội bộ. Nếu như giá trị cộng hưởng tài chính đề cập đến việc giảm chi phí sử dụng vốn bình quân trong quá trình huy động và sử dụng vốn thì giá trị cộng hưởng hoạt động phản ánh sự cải thiện thu nhập hoặc tiết kiệm chi phí sản xuất kinh doanh của các công ty sau quá trình M&A. Taher & cộng sự [8] chỉ ra giá trị cộng hưởng hoạt động liên quan đến hoạt động kinh doanh (tăng thu nhập, sức mạnh thị trường, giảm đầu tư), giá trị cộng hưởng tài chính liên quan đến giảm rủi ro thông qua đa dạng hóa kinh doanh, giảm thấp rủi ro phá sản... Ở khía cạnh hoạt động thị trường cổ phiếu, thông thường người ta đo lường sự thay đổi trong lợi tức cổ phiếu của công ty thu tóm và công ty mục tiêu trước, trong và sau khi thương vụ được hoàn thành nhằm phản ánh sự biến thiên của giá trị cộng hưởng của thương vụ. Giá trị cộng hưởng hoạt động tạo ra xuất phát từ tính kinh tế theo quy mô hoặc phát sinh do lợi thế của chuyên môn hóa. Ngoài ra, giá trị cộng hưởng trong quản lý tạo ra khi đội ngũ quản lý của một trong những công ty hợp nhất có hiệu quả quản lý vượt trội, giúp công ty gia tăng lợi nhuận. Theo Jensen & Ruback [1], một trong những lý do dẫn đến sáp nhập nhằm kiểm soát công ty xuất phát từ mục tiêu thay thế nhóm quản lý hiện tại kém hiệu quả để có thể cải thiện hiệu suất hoạt động cao hơn, tối đa hóa giá trị cổ phiếu.

2.2. Quản trị công ty và giá trị cộng hưởng trong các thương vụ M&A

Các nghiên cứu thực nghiệm hiện có xác nhận các đặc điểm liên quan của CEO có tác động đáng kể đến giá trị cộng hưởng tạo ra, tuy nhiên các kết quả của các nghiên cứu này có sự khác biệt đáng kể. Thật vậy, nghiên cứu của Pham & cộng sự [9] dựa trên 188 thương vụ tại Việt Nam trong giai đoạn 2004 đến 2013 đã phát hiện rằng, sự kiêm nhiệm của CEO có tác động tích cực đến thu nhập công bố và hiệu quả tăng trưởng sau quá trình M&A so với việc tách biệt vị trí CEO và chủ tịch hội đồng quản trị. Tuy nhiên, kết quả này không đồng nhất với những phát hiện trong các nghiên cứu trước đó của Masulis & cộng sự [10], Tang [3]. Masulis & cộng sự [10] lập luận rằng sự tách biệt vị trí CEO và chủ tịch hội đồng quản trị sẽ góp phần giúp hạn chế việc xây dựng đế chế quyền lực của CEO, buộc họ phải cân nhắc nhiều hơn trong các quyết định mua lại, và do đó làm gia tăng giá trị cổ đông công ty. Các tác giả khẳng định ảnh hưởng tích cực của CEO không kiêm nhiệm đến giá trị gia tăng của công ty sau thương vụ M&A, và kêu gọi các công ty nên gia tăng hiệu quả hoạt động của mình bằng việc tách biệt vị trí CEO và chủ tịch hội đồng quản trị [3].

Ở một khía cạnh khác, Bauguess & cộng sự [11] nhấn mạnh tỷ lệ sở hữu của các giám đốc bên trong công ty có mối tương quan thuận chiều với thu nhập của công ty mục

tiêu. Ngược lại, tỷ lệ sở hữu của các giám đốc bên ngoài lại có tương quan nghịch với thu nhập của công ty mục tiêu. Các tác giả lý giải nhiều khả năng do các giám đốc bên ngoài có thể được nhận một khoản ưu đãi lớn để tham gia vào quá trình giám sát hoạt động công ty dẫn đến chi phí quản lý gia tăng, ảnh hưởng đến thu nhập mục tiêu trong các đề nghị thu tóm, cũng có thể do các giám đốc bên ngoài sẵn sàng chia sẻ lợi ích với các công ty thu tóm.

Đối với thành viên hội đồng quản trị, các nghiên cứu của Bange & Mazzeo [12], Pathan [13] cho thấy, hội đồng quản trị với nhiều thành viên độc lập sẽ thúc đẩy hoạt động của hội đồng quản trị và đưa ra các quyết định có lợi cho các cổ đông và do đó làm giảm chi phí giao dịch trong các thương vụ M&A. Các tác giả cho rằng, hội đồng quản trị mạnh phải là những hội đồng có nhiều thành viên độc lập và có số lượng thành viên ít [14], [13].

Ở phương diện cổ đông lớn, Carline & cộng sự [2], Dang & cộng sự [15] tìm thấy mối tương quan thuận chiều giữa mức độ kiểm soát, tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn với giá trị cộng hưởng tạo ra sau quá trình M&A. Nhìn chung, tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn là nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến giá trị tạo ra xuất phát từ lý do cổ đông lớn có thể sử dụng các quyền biểu quyết của mình để giám sát các quyết định của công ty.

Như vậy, những nghiên cứu ở trên đã cho thấy tồn tại mối quan hệ thuận chiều giữa các biến đại diện cho quản trị công ty và giá trị cộng hưởng trong các thương vụ M&A. Do vậy, nhóm nghiên cứu kỳ vọng sẽ xác nhận tồn tại ảnh hưởng tích cực của quản trị công ty đến giá trị cộng hưởng trong các thương vụ M&A tại một thị trường mới nổi ở khu vực Đông Nam Á (Việt Nam). Mặc dù, nghiên cứu của Kiel & Nicholson [16], Dan & Catherine [17] cho rằng, quy mô hội đồng quản trị lớn hơn cho phép thu thập năng lực trí tuệ cao hơn, chia sẻ gánh nặng quản lý và kiểm soát, thu thập nhiều thông tin hơn. Tuy nhiên, Jensen [14] lập luận rằng, việc giữ quy mô hội đồng quản trị nhỏ có thể cải thiện hiệu quả hoạt động của công ty do việc phối hợp giải quyết vấn đề nhanh và hiệu quả hơn, điều này lần ắt lợi thế tạo ra bởi sự tham gia nhiều hơn của số lượng lớn các thành viên. Với lý do đó, quy mô hội đồng quản trị với số lượng ít sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động của công ty do đó thúc đẩy việc tạo ra giá trị cộng hưởng trong các thương vụ tại các công ty mục tiêu. Ngược lại, quy mô hội đồng quản trị lớn sẽ gặp khó khăn hơn trong việc thống nhất việc thực hiện đàm phán M&A so với các công ty có số lượng thành viên ít hơn, và do đó sẽ ảnh hưởng đến giá trị cộng hưởng trong các thương vụ. Bên cạnh đó, các công ty mục tiêu có CEO tách biệt giữa vị trí giám đốc điều hành và chủ tịch hội đồng quản trị sẽ có khuynh hướng hạn chế việc xây dựng đế chế quyền lực của mình mà tập trung vào việc gia tăng giá trị cho các cổ đông công ty; Do đó họ sẽ cân nhắc rất kỹ lưỡng trước khi đưa ra các quyết định về các thương vụ M&A đối với công ty mình; Qua đó góp phần gia tăng giá trị cho các cổ đông công ty mục tiêu. Cuối cùng, như nghiên cứu của Carline & cộng sự [2], Dang & cộng sự [15], tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhiều sẽ làm gia tăng quyền biểu quyết trong việc giám sát các quyết định của công ty, do đó gia tăng giá trị cộng hưởng tạo ra trong các thương vụ M&A.

Như vậy, nghiên cứu này kỳ vọng xác nhận vai trò quản trị công ty của công ty mục tiêu có ảnh hưởng thuận chiều đến lợi ích của các công ty mục tiêu trong các thương vụ M&A. Theo đó, giả thuyết nghiên cứu của nhóm tác giả được đề xuất như sau:

Giả thuyết nghiên cứu 1: *Quản trị công ty có ảnh hưởng thuận chiều đến giá trị cộng hưởng tạo ra sau khi các thương vụ mua lại hoàn thành.*

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu và mẫu

Nghiên cứu này sử dụng 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 2005-2015. Các thông tin liên quan được tập hợp từ các nguồn đáng tin cậy: (1) Dữ liệu kế toán, kết quả tài chính, và giá cổ phiếu được sử dụng trong nghiên cứu này được cung cấp bởi Fiinpro, một công ty uy tín chuyên thu thập và phân tích dữ liệu tài chính của các công ty ở Việt Nam; (2) Dữ liệu liên quan đặc điểm quản trị của công ty mục tiêu được lấy từ báo cáo quản trị, báo cáo thường niên của năm tài chính kết thúc trước ngày công bố thương vụ và được thu thập từ Thomson One Investment Banker database; (3) Các thương vụ được lựa chọn phải đảm bảo có giá trị giao dịch ít nhất từ 0,1 triệu USD và các công ty mục tiêu liên quan đến thương vụ mua lại phải có đầy đủ thông tin cần thiết phục vụ mục đích nghiên cứu, đặc biệt là các thông tin liên quan đến đặc điểm tài chính, đặc điểm quản trị. Để xử lý vấn đề thiên lệch mẫu, các thương vụ được lựa chọn phải thỏa mãn điều kiện công ty thầu chào mua cổ phần tại các công ty mục tiêu từ 5% trở lên và nắm giữ từ 5% sau khi thương vụ được hoàn thành. Sau khi loại bỏ các thương vụ không có đầy đủ dữ liệu và không thỏa mãn các điều kiện, mẫu nghiên cứu cuối cùng đã thu thập được 449 thương vụ M&A trong giai đoạn 2005-2015.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy đa biến nhằm khảo sát ảnh hưởng của quản trị công ty đến giá trị cộng hưởng tạo ra trong các thương vụ M&A. Để nhận diện giá trị cộng hưởng, nhóm tác giả sử dụng biến thiên lợi tức phụ trội tích lũy cổ phiếu của công ty mục tiêu làm biến phụ thuộc [18]. Mô hình nghiên cứu được xác định như sau:

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOVERNANCE_{i,t-1} + \beta_2 CONTROLS_{i,t-1} + \gamma_s + \delta_t + \zeta_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó,

* Biến phụ thuộc:

- Biến lợi tức phụ trội tích lũy (*cumulative abnormal return, CAR*) là biến đo lường sự chênh lệch giữa lợi tức thực và lợi tức kỳ vọng của mỗi cổ phiếu trong khoảng thời gian *event window* (T_1, T_2) Theo đó, mỗi thông báo M&A ảnh hưởng đến giá cổ phiếu công ty trong một khoảng thời gian xung quanh ngày thông báo thương vụ [19], được gọi là cửa sổ sự kiện (*event window*). Mỗi cửa 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, *event window* (T_1, T_2). Biến này được xác định như sau:

$$CAR_{i,EW} = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{jt}$$

Cụ thể, $CAR_{i,EW}$ là lợi tức phụ trội tích lũy của tất cả cổ phiếu trong mẫu quan sát trong mỗi cửa sổ sự kiện; N là số ngày trong khoảng thời gian của cửa sổ sự kiện (T_1, T_2); AR_{jt} là lợi tức bất thường của cổ phiếu j vào ngày t . Lợi tức bất thường của cổ phiếu i vào ngày t (AR_{jt}) được xác định:

$$AR_{jt} = R_{jt} - (a_j + b_j x R_{mt})$$

Trong đó:

a_j, b_j là các hệ số ước lượng từ việc hồi quy R_{jt} theo R_{mt} với một khoảng thời gian ước lượng t được xác định trước.

R_{mt} là tỷ suất lợi tức thị trường ngày t .

R_{jt} là tỷ suất lợi tức của cổ phiếu j vào ngày t .

Trong nghiên cứu này, khoảng thời gian cửa sổ sự kiện được ước lượng là 40 ngày trước ngày thông báo thương vụ và 40 ngày sau ngày thông báo thương vụ, do đó cửa sổ sự kiện được xác định ($t-40, t+40$). Cụ thể, $t-40$ thời điểm để đo lường giá cổ phiếu và lợi tức phụ trội là ngày 40 ngày trước ngày thông báo sáp nhập, mua lại. Và $t+40$ thời điểm để đo lường giá cổ phiếu và lợi tức phụ trội vào ngày thứ 40 sau ngày thông báo sáp nhập, mua lại. Cách xác định cửa sổ nghiên cứu trong trường hợp này khác với Masulis & cộng sự [10], Pham & cộng sự [9] khi ước lượng lợi tức phụ trội tích lũy trong 200 ngày giao dịch trước ngày công bố thương vụ.

* Biến độc lập:

Biến quản trị công ty (GOVERNANCE): Nhóm tác giả sử dụng các biến đại diện cho quản trị của công ty dựa trên các nghiên cứu của Bange & Mazzeo [12], Panthan [13], Carline & cộng sự [2], Croci & Petmezas [20], Dang & Henry [18], Tang [3] bao gồm các biến sau:

- Quy mô HĐQT (BOARD SIZE): Biến này được sử dụng để phản ánh quy mô hội đồng quản trị của công ty mục tiêu, được xác định là một biến nhị phân nhận giá trị bằng 1 nếu quy mô hội đồng quản trị ở năm $t-1$ nhỏ hơn giá trị trung vị của mẫu trong cùng năm, ngược lại nhận giá trị bằng 0 [12-13].

- Quyền lực của CEO (CEO POWER): Biến này là biến liên tục, phản ánh sức mạnh của CEO, được xác định bằng tổng của bốn biến nhị phân sau đây: *CEOTenure* (biến nhị phân nhận giá trị bằng 1 nếu số năm tại vị của CEO ở năm $t-1$ lớn hơn giá trị trung vị của mẫu trong cùng năm, ngược lại nhận giá trị bằng 0); *CEOInternal* (biến nhị phân nhận giá trị bằng 1 nếu CEO là người được lựa chọn trong công ty, ngược lại nhận giá trị bằng 0); *CEODuality* (biến nhị phân nhận giá trị bằng 1 nếu CEO vừa là chủ tịch hội đồng quản trị, ngược lại nhận giá trị bằng 0); *CEOOwnership* (biến nhị phân nhận giá trị bằng 1 nếu CEO sở hữu từ 1% cổ phần của công ty trở lên, ngược lại nhận giá trị bằng 0). CEO có quyền lực lớn khi CEO có thời gian tại vị càng lâu, là người trong công ty, vừa nắm giữ thêm vị trí chủ tịch hội đồng quản trị, và nắm giữ số cổ phần trong công ty lớn [13], [20], [3].

- Sở hữu của cổ đông lớn (BLOCKHOLDER): Là biến liên tục, phản ánh sở hữu của cổ đông lớn ở năm $t-1$, được

xác định bằng tổng tỷ lệ % cổ phần được nắm giữ bởi các cổ đông lớn, những người sở hữu từ 5% cổ phần công ty mục tiêu trở lên [18].

* **Biến kiểm soát**

Dựa trên một số các nghiên cứu trước đây của Phạm & cộng sự [9], Dang & cộng sự [15], Dang & Henry [18], nhóm tác giả kiểm soát các biến: (i) Đặc điểm công ty mục tiêu (firm-level) gồm: *SIZE* (logarit tự nhiên của tổng tài sản); *LEVERAGE* (Tổng nợ/tổng tài sản); *ROA* (Thu nhập trước lãi vay và thuế/tổng tài sản); *MTB* (giá trị sổ sách của tổng tài sản – giá trị sổ sách vốn cổ phần + giá trị thị trường của vốn cổ phần)/ giá trị sổ sách của tổng tài sản); *SALES GROWTH* (tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm), các biến này đại diện cho đặc điểm công ty mục tiêu; (ii) Các biến đặc điểm của thương vụ gồm: Các biến kiểm soát gồm *CROSS-BORDER* là biến chỉ số nhận giá trị bằng 1 nếu công ty đầu tư nước ngoài mua lại công ty Việt Nam, nhận giá trị bằng 0 nếu công ty đầu tư và công ty mục tiêu có cùng quốc tịch Việt Nam. *RELATEDNESS* là biến chỉ số nhận giá trị bằng 1 nếu công ty đầu tư và công ty mục tiêu hoạt động trong cùng một lĩnh vực (cùng mã SIC 4 chữ số), ngược lại nhận giá trị bằng 0. *CASH* là biến chỉ số nhận giá trị 1 nếu thương vụ mua lại thanh toán bằng tiền mặt, và nhận giá trị 0 nếu thương vụ thanh toán bằng chứng khoán hoặc kết hợp thanh toán bằng cả tiền mặt và chứng khoán. *FRIENDLY* là biến chỉ số nhận giá trị bằng 1 nếu thương vụ giao dịch mang tính thân thiện, nhận giá trị bằng 0 nếu thương vụ mang tính chất thù địch. *TOEHOLD* là biến chỉ số nhận giá trị bằng 1 nếu công ty đầu tư sở hữu cổ phần công ty mục tiêu tại thời điểm đầu tư, nhận giá trị bằng 0 trong trường hợp ngược lại. Ngoài ra, trong nghiên cứu còn bao gồm các biến giả ngành và năm để kiểm soát ảnh hưởng cố định năm và ngành. Đồng thời, sai số chuẩn cũng đã được điều chỉnh để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất và được ước lượng theo ngành để giải quyết vấn đề tự tương quan theo phương pháp của Petersen [21].

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Lợi tức phụ trội của công ty mục tiêu trong ngắn hạn

Bảng 1a phản ánh sự biến động về lợi tức phụ trội trong ngắn hạn của công ty mục tiêu giữa các thương vụ mua lại thiếu số và các thương vụ mua lại đa số. Cụ thể, cổ đông công ty mục tiêu trong các thương vụ mua lại thiếu số nhận được lợi tức phụ trội tích cực trong tất cả các giai đoạn trước và sau thời điểm thông báo sự kiện, lợi tức đạt được cao nhất ở ngày thứ 40 sau ngày thông báo thương vụ (đạt 79,9%) so với các cửa sổ sự kiện khác.

Trong khi đó, cổ đông công ty mục tiêu trong các thương vụ mua lại đa số nhận được lợi tức phụ trội tích cực sau thời điểm thông báo sự kiện, lợi tức đạt được cao nhất ở ngày thứ 40 sau ngày thông báo (đạt 33,5%) so với các cửa sổ sự kiện khác. Tuy nhiên, cổ đông công ty mục tiêu trong các thương vụ mua lại đa số bị giảm sút lợi tức phụ trội ở ngày thứ 10 trước ngày thông báo thương vụ (giảm 0,03%) so với các cửa sổ sự kiện còn lại. Từ kết quả phân tích cho thấy, không có sự khác biệt có ý nghĩa thống kê về lợi tức phụ trội của công ty mục tiêu tạo ra giữa các thương vụ mua lại thiếu số và mua lại đa số.

Bảng 1a. Lợi tức phụ trội ngắn hạn của công ty mục tiêu trong các thương vụ thiếu số và thương vụ mua lại đa số

Ngày	Mua lại thiếu số	Mua lại đa số	CAR _{MA} – CAR _{MI}	Difference <i>t</i> -ratio
	CAR _{MI}	CAR _{MA}		
(-40,-31)	0,208	-0,037	-0,246	-0,65
(-30,-21)	0,487	-0,018	-0,506	-1,2
(-20,-11)	0,553	0,039	-0,513	-1,15
(-10,-1)	0,551	0,086	-0,466	-1
(-5,0)	0,352	0,064	-0,289	-1
(-1,0)	0,1	-0,003	-0,102	-0,9
0	0,018	0,028	-0,01	-0,15
(-1,+1)	0,15	0,029	-0,122	-0,75
(-2,+2)	0,315	0,059	-0,256	-1
(-5,+5)	0,603	0,152	-0,451	-0,85
(0,+1)	0,018	0,028	-0,01	-0,15
(0,+5)	0,069	0,059	-0,01	-0,1
(0,+10)	0,268	0,116	-0,153	-0,5
(0,+15)	0,31	0,258	-0,052	-0,1
(0,+20)	0,57	0,265	-0,305	-0,4
(0,+30)	0,644	0,274	-0,371	-0,35
(0,+40)	0,799	0,335	-0,465	-0,3

Ghi chú: Bảng này thể hiện lợi tức phụ trội của công ty mục tiêu ở các cửa sổ sự kiện khác nhau xung quanh ngày công bố thương vụ đối với hai nhóm mẫu thương vụ bao gồm mua lại thiếu số và mua lại đa số. Sử dụng *t*-test để kiểm định giá trị chênh lệch của CARs. Biểu tượng ***, ** và * lần lượt thể hiện mức ý nghĩa thống kê tại 1%, 5% và 10%. (Nguồn: Tính toán của tác giả)

Bảng 1b. Lợi tức phụ trội của công ty mục tiêu trong ngắn hạn theo khu vực mua lại

Cửa sổ sự kiện	Thương vụ xuyên biên giới (1)	Thương vụ nội địa (2)	Chênh lệch (2) – (1)	Kiểm định chênh lệch (<i>t</i> -ratio)
	CAR _{CB}	CAR _D		
(-40,-31)	-,064	0,453	0,516	1,3
(-30,-21)	0,007	0,493	0,486	1,1
(-20,-11)	0,083	0,44	0,356	0,75
(-10,-1)	0,098	0,635	0,537	1,1
(-5,0)	0,076	0,36	0,284	0,9
(-1,0)	0,098	0,635	0,537	1,1
0	0,022	0,054	0,032	0,45
(-1,+1)	0,036	0,141	0,105	0,6
(-2,+2)	0,068	0,337	0,269	0,95
(-5,+5)	0,169	0,646	0,477	0,85
(0,+1)	0,053	0,109	0,055	0,45
(0,+5)	0,115	0,339	0,225	0,7
(0,+10)	0,213	0,652	0,439	0,75
(0,+15)	0,255	0,796	0,541	0,65
(0,+20)	0,261	0,953	0,693	0,65
(0,+30)	0,321	1,216	0,896	0,55
(0,+40)	0,408	1,898	1,49	0,65

Ghi chú: Bảng này thể hiện lợi tức phụ trội của công ty mục tiêu ở các cửa sổ sự kiện khác nhau xung quanh ngày công bố thương vụ đối với hai nhóm mẫu thương vụ bao gồm thương vụ xuyên biên giới và thương vụ nội địa. Sử dụng *t*-test để kiểm định giá trị chênh lệch của CARs. Biểu tượng ***, ** và * lần lượt thể hiện mức ý nghĩa thống kê tại 1%, 5% và 10%. (Nguồn: Tính toán của tác giả)

Bảng 1b báo cáo biến động lợi tức phụ trội của công ty mục tiêu ở các cửa sổ sự kiện khác nhau xung quanh ngày công bố thương vụ với hai nhóm mẫu bao gồm thương vụ xuyên biên giới và thương vụ nội địa. Kết quả cho thấy, không có sự khác biệt có ý nghĩa thống kê về sự biến động lợi tức phụ trội trong ngắn hạn giữa các nhóm thương vụ nội địa và nhóm thương vụ xuyên biên giới. Điều này phản ánh rằng, sự biến động lợi tức phụ trội công ty mục tiêu trong ngắn hạn không phụ thuộc đáng kể vào thông báo liên quan đối tác mua lại theo khu vực. Bên cạnh đó, kết quả phân tích cũng cho thấy dường như cổ đông của công ty mục tiêu trong các thương vụ mua lại nội địa có biến động lợi tức cổ phiếu tích cực cả trước, trong và sau khi sự kiện thông báo thương vụ xảy ra, và có xu hướng tăng cao hơn ở các cửa sổ sự kiện xa ngày thông báo thương vụ, lợi tức tăng cao nhất ở ngày thứ 40 sau ngày thông báo thương vụ (tăng 189,8%) so với các cửa sổ sự kiện còn lại. Trong khi, lợi tức cổ phiếu phụ trội của cổ đông công ty mục tiêu trong các thương vụ mua lại xuyên biên giới bị sụt giảm (6,4%) ở ngày thứ 40 trước ngày thông báo thương vụ so với các cửa sổ sự kiện khác, và lợi tức cổ phiếu cũng có xu hướng biến động tích cực sau thời điểm thông báo sự kiện.

4.2. Ảnh hưởng của quản trị công ty của công ty mục tiêu đến lợi tức cổ phiếu

Bảng 2 trình bày kết quả hồi quy đa biến về mối quan hệ giữa quản trị công ty và lợi tức phụ trội của công ty mục tiêu. Tất cả các biến kiểm soát ($CONTROLS_{i,t-1}$) được đo lường vào cuối năm trước và được xử lý dữ liệu ngoại lai tại mức 1%.

Mối quan hệ giữa quản trị công ty và lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu được thể hiện qua các mô hình (1) đến mô hình (4). Kết quả cho thấy, tất cả hệ số của các biến đại diện cho quản trị công ty (GOVERNANCE) đều nhận giá trị âm đối với tất cả các mô hình (1-4). Tuy nhiên, chỉ có hệ số của biến BOARD SIZE âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% (mô hình 4), điều này phản ánh quy mô hội đồng quản trị công ty mục tiêu càng lớn, lợi tức cổ phiếu tích lũy trong 3 ngày, từ ngày -1 trước thương vụ đến ngày +1 sau ngày thực hiện thương vụ có xu hướng giảm sút. Nhiều khả năng, các công ty mục tiêu với số lượng tham gia hội đồng quản trị lớn sẽ gặp khó khăn hơn trong việc thông nhất việc thực hiện đàm phán M&A so với các công ty có số lượng thành viên ít hơn, và do đó sẽ ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh của công ty và qua đó làm giảm lợi tức phụ trội của cổ đông công ty mục tiêu. Kết quả này cũng tương đồng với các nghiên cứu của Pathan [13] và Jensen [14] khi cho rằng, việc giữ quy mô hội đồng quản trị nhỏ có thể cải thiện hiệu quả hoạt động của công ty do việc phối hợp giải quyết vấn đề nhanh và hiệu quả hơn; do đó thúc đẩy việc tạo ra giá trị cộng hưởng trong các thương vụ tại các công ty mục tiêu.

Hệ số của biến CEO POWER và BLOCKHOLDER đều nhận giá trị âm, hàm ý sức mạnh của CEO và sở hữu của cổ đông lớn tại công ty mục tiêu trước thương vụ có mối tương quan nghịch với lợi tức cổ phiếu phụ trội tạo ra khi thương vụ được thực hiện. Tuy nhiên, kết quả ước lượng không cung cấp được minh chứng vững chắc xác nhận tồn tại mối quan hệ giữa sức mạnh CEO và sở hữu cổ đông lớn đến lợi tức phụ trội tích lũy trong cửa sổ sự kiện (-1,+1).

Tóm lại, các kết quả trên đã cho thấy các công ty mục tiêu với số lượng tham gia hội đồng quản trị lớn sẽ có xu hướng làm giảm lợi tức phụ trội của cổ đông công ty mục tiêu, qua đó cung cấp bằng chứng thực nghiệm xác nhận ảnh hưởng thuận chiều của quản trị công ty (cụ thể là quy mô HĐQT) đến giá trị cộng hưởng tạo ra trong các thương vụ M&A tại Việt Nam. Kết quả này cũng tương đồng với những phát hiện của các nghiên cứu khác trên thế giới như Masulis & cộng sự [10], Bange & Mazzeo [12], Carline & cộng sự [2], Dang & cộng sự [15], Dang & Henry [18], đồng thời góp phần ủng hộ giả thuyết nghiên cứu của nhóm tác giả.

Bảng 2. Ảnh hưởng của quản trị công ty đến lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu

Biến	1	2	3	4
BOARD SIZE	-0,26 (0,22)			-0,81** (0,32)
CEO POWER		-0,03 (0,05)		-0,04 (0,05)
BLOCKHOLDERS			-0,10 (0,38)	-0,17 (0,38)
CROSS-BORDER	-0,15 (0,21)	-0,12 (0,17)	-0,12 (0,17)	-0,13 (0,17)
RELATEDNESS	0,17 (0,29)	0,05 (0,26)	0,06 (0,25)	0,11 (0,24)
CASH	0,08 (0,16)	0,04 (0,16)	0,07 (0,16)	0,04 (0,16)
FRIENDLY	-0,08 (0,17)	-0,17 (0,17)	-0,19 (0,18)	-0,22 (0,18)
TOEHOLD	-0,12 (0,15)	-0,07 (0,16)	-0,07 (0,16)	-0,10 (0,16)
SIZE	0,04 (0,05)	0,04 (0,05)	0,03 (0,05)	0,03 (0,05)
LEVERAGE	0,11 (0,29)	0,04 (0,35)	-0,06 (0,35)	0,01 (0,36)
ROA	1,15* (0,69)	1,04 (0,77)	0,69 (0,66)	0,54 (0,66)
MTB	0,13 (0,09)	0,15 (0,10)	0,15 (0,11)	0,16 (0,11)
SALES GROWTH	-0,02 (0,06)	0,20 (0,05)	0,015 (0,05)	0,01 (0,04)
INTERCEPT	-0,39 (0,69)	-0,37 (0,58)	-0,29 (0,56)	-0,24 (0,56)
Hiệu ứng năm	C6	C6	C6	C6
Hiệu ứng ngành	C6	C6	C6	C6
Số quan sát	289	260	260	258
R ²	0,11	0,13	0,13	0,15
F ratio	1,24	1,30	1,31	1,50

Ghi chú: Bảng này thể hiện ảnh hưởng của quản trị công ty đến lợi tức cổ phiếu của công ty mục. Biến phụ thuộc $CAR(-1,1)$, là biến liên tục phản ánh lợi tức bất thường tích lũy trong 3 ngày, từ ngày -1 trước thương vụ đến ngày đầu tiên (+1) sau ngày thực hiện thương vụ. Hệ số t-ratio được thể hiện trong ngoặc đơn. Ký hiệu ***, ** và * chỉ mức ý nghĩa thống kê tương ứng 1%, 5% và 10%.
(Nguồn: Tính toán của tác giả)

5. Kết luận

Dựa trên cơ sở khảo sát tất cả các thương vụ M&A ở thị trường Việt Nam giai đoạn 2005-2015, kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô hội đồng quản trị có ảnh hưởng tiêu cực đến lợi tức cổ phiếu của công ty mục tiêu tạo ra trong ngắn hạn. Theo đó, quy mô hội đồng quản trị càng lớn sẽ làm giảm lợi tức phụ trội cổ phiếu của công ty mục tiêu. Điều này có thể xuất phát từ việc quy mô hội đồng quản trị càng lớn, dễ dẫn đến khó khăn trong việc thông nhất đề đưa ra được các quyết định chiến lược do xảy ra các xung đột lợi ích cá nhân giữa các thành viên hội đồng quản trị và do đó ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh trong ngắn hạn. Nói cách khác, việc giữ quy mô hội đồng quản trị nhỏ sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động của công ty do việc phối hợp giải quyết vấn đề nhanh và hiệu quả hơn; Do đó thúc đẩy việc tạo ra giá trị cộng hưởng trong các thương vụ tại các công ty mục tiêu [13], [14]. Kết quả ước lượng này đã khẳng định vai trò tích cực của quản trị công ty và môi trường thông tin đến giá trị cộng hưởng tạo ra trong các thương vụ M&A.

Nghiên cứu này có đóng góp quan trọng về mặt học thuật và thực tiễn bằng việc cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm xác nhận ảnh hưởng tiềm năng của quản trị công ty đến giá trị cộng hưởng tạo ra trong các thương vụ M&A. Kết quả này một lần nữa khẳng định vai trò của quản trị công ty đối với quá trình lập kế hoạch M&A. Theo đó, các công ty mục tiêu cần đặc biệt chú ý trong việc lựa chọn thành viên và quyết định số lượng thành viên tham gia hội đồng quản trị vì điều này sẽ ảnh hưởng đến lợi ích của các cổ đông hiện hữu của công ty. Theo đó, các công ty với quy mô hội đồng quản trị nhỏ sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động của công ty qua đó thúc đẩy việc tạo ra giá trị cộng hưởng trong các thương vụ tại các công ty mục tiêu. Đồng thời, các công ty cần chú ý nên xem xét việc đánh giá quy mô hội đồng quản trị của đối tác mục tiêu trước khi đưa ra các quyết định M&A.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Jensen, M., & Ruback, R., "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics* 11, 1983, 5-50.
- [2] Carline, N., Linn, S., & Yadav, P., "Operating performance changes associated with corporate mergers and the role of corporate governance", *Journal of Banking and Finance*, 33(10), 2009, 1829-1841.
- [3] Tang, J., "CEO duality and firm performance: The moderating roles of other executives and blockholding outside directors", *European Management Journal*, 35, 2017, 362-372.
- [4] Gaughan, A. P., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, 2002.
- [5] Aybar, B., & Ficici, A., "Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals", *Journal of International Business Studies*, 40(8), 2009, 1317-1338.
- [6] Zhu, P., Jog, V., & Otchere, I., "Partial acquisitions in emerging markets: A test of the strategic market entry", *Journal of Corporate Finance*, 17, 2001, 288-305.
- [7] Huyghebaert, N., & Luypaert, M., "Sources of Synergy Realization in Mergers and Acquisitions: Empirical Evidence from Non-Serial Acquirers in Europe", *International Journal of Financial Research*, 4(2), 2003, 49-67.
- [8] Taher, H., Adnène, S., & Firas, T. M., "How do takeovers create synergies? Evidence from France", *Studies in Business and Economics*, 1(11), 2016, 54-72.
- [9] Pham, N., Oh, K., & Pech, R., "Mergers and acquisitions: CEO duality, operating performance and stock returns in Vietnam", *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 2015, 298-316.
- [10] Masulis, R., Wang, C., & Xie, F., "Corporate governance and acquirer returns", *Journal of Finance*, 62, 2007, 1851-1889.
- [11] Bauguess, S., Moeller, S., Schlingemann, F., & Zutter, C., "Ownership structure and target returns", *Journal of Corporate Finance*, 15, 2009, 48-65.
- [12] Bange, M.M. & Mazzeo, M.A., "Board Composition, Board Effectiveness, and the Observed Form of Takeover Bids", *Review of Financial Studies*, 17(4), 2004, 1185-1215.
- [13] Pathan, S., "Strong boards, CEO power and bank risk-taking", *Journal of Banking and Finance*, 33(7), 2009, 1340-1350.
- [14] Jensen, M. C., "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48(3), 1993, 831-880.
- [15] Dang, M., Henry, D., Nguyen, M., & Hoang, V., "Cross-country determinants of ownership choices in cross-border acquisitions: Evidence from emerging markets", *Journal of Multinational Financial Management*, 44, 2018, 14-35.
- [16] Kiel, G. C. & Nicholson, G. J., "Board Composition and Corporate Performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance", *Corporate Governance: An International Review*, 11 (3), 2003, 189-205.
- [17] Dan, D. & Catherine, D., "Strategic Management Studies are a Special Case for Meta-Analysis", *Research Methodology in Strategy and Management*, 2, 2005, 31-63.
- [18] Dang, M. & Henry, D., "Partial-control versus full-control acquisitions: Does target corporate governance matter? Evidence from eight East and Southeast Asian countries", *Pacific-Basin Finance Journal*, 40, 2016, 251-265.
- [19] Bertrand, O. & Zitouna, H., "Domestic versus cross-border acquisitions: which impact on the target firms' performance?", *Applied Economics*, 40(17), 2008, 2221-2238.
- [20] Croci, E and Petmezas, D., "Do risk-taking incentives induce CEOs to invest? Evidence from acquisitions", *Journal of Corporate Finance*, 32, 2015, 1-23.
- [21] Petersen, M. A., "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches", *The Review of Financial Studies*, 22 (1), 2009, 435-480.