

CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG TỚI LỢI SUẤT BẤT THƯỜNG TRONG SỰ KIẾN HỦY SÁP NHẬP TẠI THỊ TRƯỜNG ÚC

Nguyễn Thu Thủy*, Đào Thị Thu Giang**, Trương Huy Hoàng***

Ngày nhận: 30/9/2015

Ngày nhận bản sửa: 15/10/2015

Ngày duyệt đăng: 25/10/2015

Tóm tắt:

Bài viết xem xét lợi suất bất thường trong các vụ hủy sáp nhập tại Úc, đặc biệt làm rõ hiệu ứng của thị trường với hai đối tượng riêng biệt là các công ty mục tiêu tư nhân và các công ty mục tiêu đại chúng. Chúng tôi cũng nghiên cứu về các yếu tố gây nên lợi suất bất thường, bao gồm phương thức thanh toán và ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính. Sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện (event study), chúng tôi nhận thấy tại thị trường Úc, việc thông báo hủy sáp nhập của các công ty mục tiêu tư nhân sẽ tạo ra hiệu ứng định giá tiêu cực hơn so với việc thông báo hủy sáp nhập của các công ty mục tiêu đại chúng. Chúng tôi cũng tìm ra rằng trong giai đoạn khủng hoảng tài chính, lợi suất bất thường của việc thông báo hủy sáp nhập bị ảnh hưởng tiêu cực đáng kể. Tuy nhiên, phương thức thanh toán không ảnh hưởng tới lợi suất bất thường của các thương vụ hủy sáp nhập.

Từ khóa: Lợi suất bất thường, các tập đoàn tại Úc, M&A, hủy sáp nhập

The determinants of merger withdrawals' abnormal returns in the Australian market

Abstract

This paper examines the abnormal returns in merger withdrawals in Australia, especially distinguishing the market response between private and public targets. We also study the determinants of those abnormal returns, including the method of payment and the impact of financial crisis periods. Using the event study method, we document that in the Australian context, the announced withdrawal of mergers involving private targets creates significantly negative valuation effects in comparison with the valuation effects in withdrawal of mergers involving public targets. We also find that a financial crisis period strongly affects abnormal returns of merger withdrawals. However, the method of payment does not have any impact on the abnormal returns.

Keywords: Abnormal returns, M&A, merger and acquisition, merger withdrawals, Australian context

1. Giới thiệu

Xu hướng mua bán, sáp nhập đã phát triển thành một hình thái phổ biến cho doanh nghiệp với mục đích phát triển và đa dạng hóa (Cartwright & Schoenberg, 2006). Tuy nhiên, trong trung bình cứ 10 thương vụ thông báo sáp nhập tại Sàn chứng khoán Úc thì có 1 sẽ bị hủy bỏ. Trên thế giới, tỷ lệ sáp nhập không thành công là 1 phần 20. Một thương vụ sáp nhập bị hủy đáng để quan tâm vì nó có thể đảo ngược các hiệu ứng mà việc thông báo ý định sáp nhập tạo ra trước đó.

Có một khoảng trống nghiên cứu là liệu định giá

của bên mua có thay đổi khi bên bán là một công ty tư nhân, hoặc là một công ty đại chúng. Hiệu ứng gây ra khi bên mua là công ty tư nhân được kỳ vọng sẽ khác biệt so với khi bên mua là công ty đại chúng, vì công ty tư nhân và công ty đại chúng có những điểm khác biệt căn bản. Các nghiên cứu trước đó thường bỏ qua đặc tính của các thương vụ sáp nhập công ty tư nhân. Bài nghiên cứu này hướng tới đánh giá đặc tính sở hữu doanh nghiệp ảnh hưởng tới việc định giá bên mua trong quá trình hủy mua bán sáp nhập.

Nghiên cứu về đặc tính sở hữu doanh nghiệp tới

lợi suất bất thường trong thương vụ sáp nhập có tầm quan trọng đáng kể, bởi nghiên cứu này đi sâu vào một góc mới trong mua bán sáp nhập, đó là các thương vụ hủy sáp nhập của bên bán là công ty tư nhân hay công ty đại chúng - một khía cạnh của vấn đề thông tin bất cân xứng. Ngoài ra, các đặc tính ảnh hưởng tới định giá doanh nghiệp trong sáp nhập đã được chỉ ra trong các nghiên cứu trước đó cũng sẽ được kiểm nghiệm. Hiện nay, cũng chưa có nghiên cứu nào về chủ đề hủy sáp nhập với bên bán là doanh nghiệp tư nhân được thực hiện trong bối cảnh châu Á.

Chính vì vậy, mục tiêu của nghiên cứu này là nhằm chỉ ra hình thái sở hữu doanh nghiệp và các yếu tố kiểm soát sẽ ảnh hưởng như thế nào đối với các thương vụ hủy sáp nhập đối với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Úc.

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Các bằng chứng thực nghiệm về chủ đề hủy sáp nhập chủ yếu thực hiện trong bối cảnh Mỹ. Trong nghiên cứu của mình, Dodd (1980) chỉ ra cổ đông của công ty mục tiêu nhận được lợi suất bất thường dương từ việc thông báo đề xuất sáp nhập. Với các đề xuất sáp nhập bị hủy, cổ đông của công ty mục tiêu sẽ nhận lợi suất bất thường (trung bình) âm đáng kể tại ngày thông báo việc thỏa thuận sáp nhập bị hủy bỏ. Về phía cổ đông của bên mua, trong cả các đề xuất sáp nhập thành công hay không thành công, bằng chứng chỉ ra thu nhập của bên mua luôn âm trong suốt quá trình đề xuất sáp nhập.

Asquith (1983) và Bradley & cộng sự (1983) nghiên cứu về lợi suất bất thường trong suốt chu trình sáp nhập của cả các đề xuất sáp nhập thành công và không thành công. Họ chỉ ra việc tăng tỷ lệ thành công của các giao dịch sẽ có lợi cho các cổ đông của bên bán, và việc tăng tỷ lệ hủy sáp nhập ảnh hưởng tiêu cực tới cổ đông cả bên bán và bên mua. Bằng chứng cũng chỉ ra thị trường chứng khoán tiên đoán việc đề xuất sáp nhập trước khi thông báo, và do đó, các nghiên cứu trước đó đã đánh giá không đầy đủ phản ứng của thị trường với các đề xuất sáp nhập.

Về phương thức sáp nhập, Chang & Suk (1988) chỉ ra trong bối cảnh Mỹ, bên mua đề nghị được trả bằng cổ phiếu thường nhận được lợi suất bất thường (trung bình) dương. Trái lại, kết luận này không được thể hiện rõ ràng khi doanh nghiệp đề nghị trả bằng tiền mặt.

Bên cạnh đó, Fuller & cộng sự (2002) chỉ ra rằng các công ty mục tiêu là doanh nghiệp tư nhân thường sẽ được bán với giá thấp hơn so với các công

ty đại chúng như một biện pháp khắc phục cho tính thanh khoản yếu của họ, vì sở hữu của các công ty tư nhân không được dễ dàng chuyển nhượng như của công ty đại chúng, và công ty tư nhân cũng khác công ty đại chúng ở việc không bị yêu cầu công khai thông tin. Điều này khiến công ty mục tiêu tư nhân kém hấp dẫn với các nhà đầu tư vì nhu cầu sáp nhập và thông tin tài chính không công khai.

Ngay cả khi bên mua chủ động tìm kiếm các công ty mục tiêu tư nhân, vẫn có khác biệt lớn về thông tin bất cân xứng, khiến cho việc định giá công ty mục tiêu tư nhân khó khăn hơn, dẫn đến việc yêu cầu một mức giá ưu đãi (Officer & cộng sự, 2009).

Tuy nhiên, trong một vài trường hợp, như ba trường hợp chỉ ra dưới đây, việc hủy sáp nhập được thị trường đánh giá tích cực. Thứ nhất, việc hủy sáp nhập có thể ảnh hưởng tích cực tới khả năng vay của bên mua vì bên mua thường phải huy động một lượng vốn lớn để thực hiện giao dịch (Galai & Masulis, 1976; Travlos, 1987). Thứ hai, bên mua có thể tránh các trường hợp mua lại các công ty mục tiêu không cùng ngành nghề, vì các thương vụ sáp nhập trên thường bị trả giá quá cao và không đem lại lợi ích cho cổ đông (Morck & cộng sự, 1990). Thứ ba, khi có sự cạnh tranh lớn, đặc biệt trong trường hợp có nhiều bên muốn mua, hủy sáp nhập có thể giúp bên mua tránh trả giá quá cao cho công ty mục tiêu.

2.2. Giả thuyết

2.2.1. Giả thuyết về sự phá hủy giá trị khi hủy bỏ đề xuất sáp nhập

Trong bối cảnh bên mua có định giá dương khi thông báo sáp nhập, định giá tăng thêm sẽ bị đảo ngược khi thương vụ bị hủy bỏ. Việc hủy sáp nhập sẽ loại bỏ các lợi ích tiềm tàng của bên mua khi mua được công ty mục tiêu tư nhân với mức giá ưu đãi. Do đó, chúng tôi kỳ vọng hiệu ứng định giá âm với việc thông báo hủy sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân.

Giả thuyết 1: Thương vụ của công ty mục tiêu tư nhân sẽ có định giá âm khi có thông báo hủy sáp nhập.

2.2.2. Giả thuyết về các yếu tố giải thích việc phá hủy giá trị khi hủy bỏ đề xuất sáp nhập

Khi sử dụng cổ phiếu làm phương thức thanh toán, các sự kiện sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân thường sẽ có lợi suất bất thường dương, do đó, khi có thông báo hủy sáp nhập, các sự kiện này sẽ đảo ngược tín hiệu tích cực trên. Chúng tôi dự đoán sự kiện hủy sáp nhập với phương thức cổ phiếu sẽ có hiệu ứng định giá âm đáng kể đối với công ty mục tiêu tư nhân so với công ty mục tiêu đại chúng.

Giả thuyết 2: Nếu cổ phiếu là phương thức thanh toán, phương thức này sẽ có hiệu ứng âm đối với định giá doanh nghiệp cho sự kiện hủy sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân.

Đối với bên mua có mức tiền mặt thấp, chúng tôi kỳ vọng quyết định hủy sáp nhập có thể do sự thiếu hụt dòng tiền. Quyết định hủy sáp nhập sẽ đem lại lợi ích cho cổ đông vì tránh được việc bên mua bị vượt quá khả năng thanh khoản tiền mặt sẵn có, và do đó, lợi suất bất thường hủy sáp nhập sẽ không bị ảnh hưởng tiêu cực.

Giả thuyết 3: Mức tiền mặt bên mua có hiệu ứng định giá âm trong thương vụ hủy sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân.

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao là mối quan ngại lớn đối với bên mua khi xem xét có nên hay không thực hiện thương vụ. Do đó, với các doanh nghiệp đã sẵn có mức đòn bẩy tài chính cao, thị trường sẽ không ảnh hưởng tiêu cực với quyết định hủy sáp nhập.

Giả thuyết 4: Tỷ lệ nợ của bên mua có hiệu ứng định giá dương trong thương vụ hủy sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân.

Thông báo đề xuất sáp nhập và hủy đề xuất sáp nhập là hai sự kiện trái ngược, do đó, việc hủy sáp nhập sẽ đảo ngược các lợi ích hoặc thiệt hại gây ra trước đó bởi thông báo sáp nhập. Do đó, hiệu ứng định giá của bên mua tại thời điểm thông báo hủy sáp nhập sẽ trái chiều với hiệu ứng gây ra trước đó bởi thông báo sáp nhập. Vì lý do này, chúng tôi kỳ vọng mối tương quan âm giữa lợi suất bất thường thông báo sáp nhập và lợi suất bất thường thông báo hủy sáp nhập.

Giả thuyết 5: Lợi suất bất thường thông báo sáp nhập có hiệu ứng định giá âm đối với lợi suất bất thường thông báo hủy sáp nhập trong thương vụ hủy sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân.

3. Phương pháp

3.1. Ước tính hiệu ứng định giá

Nhằm xác định liệu hiệu ứng của hình thái sở hữu doanh nghiệp có tác động đến việc hủy sáp nhập, chúng tôi so sánh lợi suất bất thường tích lũy của hai tập mẫu phụ: một tập bao gồm các thương vụ hủy sáp nhập chỉ của các công ty đại chúng, và tập còn lại chỉ của các công ty tư nhân.

Chúng tôi sử dụng chỉ số thị trường sàn chứng khoán Úc làm điểm chuẩn thị trường so sánh khi ước tính hiệu ứng định giá trong các sự kiện hủy sáp nhập. Chúng tôi áp dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện chuẩn với giai đoạn ước tính được áp dụng là (-250,-50) ngày trước ngày thông báo hủy sáp nhập. Hiệu ứng định giá được ước tính cho nhiều

khung giai đoạn, như (0,+1), (-1,+2), và (-1,+1) ngày xung quanh ngày hủy sáp nhập.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Nhằm xác định các đặc tính ảnh hưởng tới lợi suất bất thường tích lũy sinh ra từ sự kiện hủy sáp nhập, chúng tôi sử dụng mô hình hồi quy OLS. Để kiểm tra liệu các yếu tố giả thuyết có tác động tới lợi suất bất thường tích lũy, chúng tôi sử dụng các mô hình sau:

3.2.1. Mô hình 1: Mô hình đầy đủ

$$\text{WITHCAR}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{PRIV}_i + \beta_2 \text{PRIVSTOCK}_i + \beta_3 \text{BIDDERCASH}_i + \beta_4 \text{ANNCAR}_i + \beta_5 \text{BIDDERDEBT}_i + \beta_6 \text{MULTIBID}_i + \beta_7 \text{RELATED}_i + \beta_8 \text{RESIZE}_i + \beta_9 \text{FINCRISIS}_i + \beta_{10} \text{ROA}_i + u_i$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc WITHCAR là Lợi suất Bất thường Tích Lũy (CAR) của bên mua trong khung (0,+1) ngày xung quanh ngày thông báo hủy sáp nhập.

Các biến độc lập như sau:

PRIV nhận giá trị 1 nếu bên bán là công ty tư nhân và 0 nếu là công ty đại chúng.

PRIVSTOCK nhận giá trị 1 nếu đề xuất sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân được thực hiện bằng cổ phiếu và nhận giá trị 0 với các trường hợp còn lại;

BIDDERCASH được tính bằng tỷ số tiền mặt bên mua trên tổng tài sản;

BIDDERDEBT được tính bằng tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản;

ANNCAR là lợi suất bất thường tích lũy trong giai đoạn (0,+1) ngày tại thời điểm thông báo thương vụ sáp nhập.

Các biến kiểm soát bao gồm:

MULTIBID nhận giá trị là 1 khi có nhiều bên mua và 0 khi chỉ có 1 bên mua;

RELATED là biến giả, nhận giá trị bằng 1 với các thương vụ sáp nhập của các bên có cùng hai chữ số đầu tiên trong mã Phân loại Ngành Tiêu chuẩn (SIC) và 0 trong trường hợp còn lại;

RESIZE là tỷ lệ tương đối tổng tài sản của bên mua so với bên bán;

FINCRISIS nhận giá trị 1 khi thời gian đề xuất sáp nhập nằm trong giai đoạn 2007 – 2010 và 0 trong các trường hợp còn lại;

ROA là lợi nhuận ròng trên tài sản của bên mua.

Vì hiệu ứng ảnh hưởng ban đầu (ANNCAR) có liên quan đến các yếu tố khác và có thể ảnh hưởng tới hiệu ứng định giá bên mua tại thời điểm hủy sáp nhập, như yếu tố BIDDERCASH và BIDDERDEBT, chúng tôi sử dụng các mô hình rút gọn

thay thế nhằm loại bỏ các đặc tính có thể gây ra đa cộng tuyến. Năm mô hình rút gọn được sử dụng trong nghiên cứu như sau:

3.2.2. *Mô hình 2: Mô hình rút gọn tối đa khi loại bỏ toàn bộ biến kiểm soát*

$$WITHCAR_i = \beta_0 + \beta_1 PRIV_i + \beta_2 PRIVSTOCK_i + \beta_3 MULTIBID_i + \beta_4 RELATED_i + \beta_5 FINCRISIS_i + u_i$$

3.2.3. *Mô hình 3: Mô hình rút gọn*

$$WITHCAR_i = \beta_0 + \beta_1 PRIV_i + \beta_2 PRIVSTOCK_i + \beta_3 ANNCAR_i + \beta_4 MULTIBID_i + \beta_5 RELATED_i + \beta_6 RESIZE_i + \beta_7 FINCRISIS_i + \beta_8 ROA_i + u_i$$

3.2.4. *Mô hình 4: Mô hình rút gọn*

$$WITHCAR_i = \beta_0 + \beta_1 PRIV_i + \beta_2 PRIVSTOCK_i + \beta_3 BIDDERCASH_i + \beta_4 BIDDERDEBT_i + \beta_5 MULTIBID_i + \beta_6 RELATED_i + \beta_7 RESIZE_i + \beta_8 FINCRISIS_i + \beta_9 ROA_i + u_i$$

3.2.5. *Mô hình 5: Mô hình rút gọn*

$$WITHCAR_i = \beta_0 + \beta_1 PRIV_i + \beta_2 PRIVSTOCK_i + \beta_3 ANNCAR_i + \beta_4 BIDDERDEBT_i + \beta_5 MULTIBID_i + \beta_6 RELATED_i + \beta_7 RESIZE_i + \beta_8 FINCRISIS_i + \beta_9 ROA_i + u_i$$

3.2.6. *Mô hình 6: Mô hình rút gọn*

$$WITHCAR_i = \beta_0 + \beta_1 PRIV_i + \beta_2 PRIVSTOCK_i + \beta_3 BIDDERCASH_i + \beta_4 ANNCAR_i + \beta_5 MULTIBID_i + \beta_6 RELATED_i + \beta_7 RESIZE_i + \beta_8 FINCRISIS_i + \beta_9 ROA_i + u_i$$

Với mô hình rút gọn 3, 4, 5, 6, nhằm xác định khả năng gây ra đa cộng tuyến, các biến ANNCAR, BIDDERCASH, và BIDDERDEBT lần lượt được loại ra.

3.3. Dữ liệu

3.3.1. Chọn mẫu

Các quan sát hủy sáp nhập được lấy từ hệ thống dữ liệu Thomson Financial SDC Platinum™

Bảng 1: Mô tả số liệu thống kê các biến

	WITH CAR (-2,1)	ANN CAR (-2,1)	WITH CAR (-1,1)	ANN CAR (-1,1)	WITH CAR (0,1)	ANN CAR (0,1)
Trung bình	-0,023	0,059	-0,022	0,030	-0,009	0,032
Độ lệch chuẩn	0,021	0,048	0,019	0,021	0,015	0,020
Số trung vị	-0,004	-0,006	-0,001	-0,012	-0,006	-0,010
Nhỏ nhất	-0,102	-0,095	-0,112	-0,107	-0,112	-0,097
Lớn nhất	0,115	0,121	0,109	0,103	0,105	0,106
Số quan sát	68	68	68	68	68	68

	<i>PRIV</i>	<i>PRIVSTOCK</i>	<i>MULTIBID</i>	<i>RELATED</i>	<i>FINCRISIS</i>
Trung bình	0,191	0,118	0,235	0,662	0,603
Độ lệch chuẩn	0,048	0,039	0,052	0,058	0,060
Số trung vị	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000
Nhỏ nhất	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Lớn nhất	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Số quan sát	68	68	68	68	68

	<i>ROA</i>	<i>RESIZE</i>	<i>BIDDERCASH</i>	<i>BIDDERDEBT</i>
Trung bình	-0,274	5,836	0,182	0,460
Độ lệch chuẩn	0,104	1,228	0,023	0,330
Số trung vị	0,016	3,003	0,181	0,231
Nhỏ nhất	-0,545	0,348	0,003	0,029
Lớn nhất	0,363	39,268	0,299	1,642
Số quan sát	68	68	68	68

Database. Chỉ số thị trường chuẩn để so sánh là chỉ số thị trường của sàn chứng khoán Úc, được lấy từ Yahoo Finance. Dữ liệu giá cổ phiếu lịch sử của các công ty trong tập mẫu được lấy từ hệ thống dữ liệu Morningstar® DatAnalysis Premium Database.

Đầu tiên, thông qua hệ thống dữ liệu Thomson Financial SDC Platinum™ Database, chúng tôi tìm các thương vụ sáp nhập thỏa mãn các tiêu chí: (1) bên mua là công ty niêm yết, (2) thông báo đề xuất sáp nhập được thực hiện trong giai đoạn 2003 – 2012 tại sàn chứng khoán Úc, (3) tình trạng sáp

Bảng 2: Mô tả mẫu

Nhóm A – Phân bố mẫu theo năm				
Theo ngày thông báo đề xuất sáp nhập			Theo ngày thông báo hủy sáp nhập	
Năm	Số công ty mục tiêu đại chúng	Số công ty mục tiêu tư nhân	Số công ty mục tiêu đại chúng	Số công ty mục tiêu tư nhân
2003	3	2003	2003	0
2004	3	2004	2004	0
2005	4	2005	2005	1
2006	6	2006	2006	2
2007	7	2007	2007	3
2008	12	2008	2008	4
2009	10	2009	2009	0
2010	7	2010	2010	1
2011	1	2011	2011	5
2012	2	2012	2012	0
Total	55			13
Nhóm B – Phân bố mẫu theo các đặc tính khác				
Phương thức thanh toán dự định:				
	Số công ty mục tiêu đại chúng		Số công ty mục tiêu tư nhân	
Tiền mặt	13		2	
Cổ phiếu	34		8	
Hỗn hợp	8		3	
Tổng	55		13	
Nhiều bên mua:				
	Số công ty mục tiêu đại chúng		Số công ty mục tiêu tư nhân	
Có	39		0	
Không	16		13	
Tổng	55		13	
Khủng hoảng tài chính:				
	Số công ty mục tiêu đại chúng		Số công ty mục tiêu tư nhân	
Có	36		5	
Không	19		8	
Tổng	55		13	

Bảng 3: Lợi suất bất thường tích lũy các thương vụ thông báo sáp nhập

Ngày	Công ty mục tiêu đại chúng		Công ty mục tiêu tư nhân	
	N	CAR trung bình	N	CAR trung bình
-3	55	0,29%	13	3,06%
-2	55	-0,15%	13	-5,42%
-1	55	-0,25%	13	0,49%
0	55	-1,09%	13	4,19%
1	55	1,12%	13	3,22%
2	55	-0,02%	13	5,14%
3	55	-0,70%	13	-3,09%
(-2,+1)	55	-0,38%	13	2,47%
(-1,+1)	55	-0,23%	13	7,89%
(-1,0)	55	-1,34%	13	4,68%
(0,+1)	55	0,03%	13	7,40%

Bảng 4: Lợi suất bất thường tích lũy trung bình đề xuất sáp nhập bị hủy

Ngày	Công ty mục tiêu đại chúng		Công ty mục tiêu tư nhân	
	N	CAR	N	CAR
-3	55	-0,18%	13	-0,71%
-2	55	0,46%	13	0,05%
-1	55	-0,65%	13	0,78%
0	55	1,28%	13	-1,84%
1	55	0,09%	13	-1,65%
2	55	0,61%	13	-0,48%
3	55	-0,77%	13	-1,03%
(-2,+1)	55	1,18%	13	-2,66%
(-1,+1)	55	0,71%	13	-2,71%
(-1,0)	55	0,63%	13	-1,06%
(0,+1)	55	1,37%	13	-3,49%

nhập bị hủy bỏ; và (4) hình thái sở hữu của các công ty mục tiêu là đại chúng hoặc tư nhân, không bao gồm hình thái chi nhánh, liên doanh, hay công ty nhà nước. Sau đó, chúng tôi thu thập giá cổ phiếu lịch sử của bên mua trong tập dữ liệu. Chỉ những quan sát thỏa mãn điều kiện có đủ cơ sở dữ liệu để tính lợi suất bất thường trong khung thời gian (-250, +3) được giữ lại. Sau quá trình xử lý trên, chúng tôi thu thập được 68 quan sát hợp lệ.

3.3.2. Mô tả số liệu thống kê

- *Tổng quan nền kinh tế Úc:* Theo báo cáo của Credit Suisse Global Wealth Report, nền kinh tế của Úc là một trong những nền kinh tế phức hợp lớn nhất thế giới, với GDP là 1,525 nghìn tỷ đô la Mỹ vào năm 2014. Năm 2012, Úc là quốc gia lớn 12 thế giới về kinh tế tính trên GDP danh nghĩa, và là quốc gia lớn thứ 17 tính theo GDP đã điều chỉnh ngang giá sức mua, chiếm 1,7% kinh tế thế giới. Úc là

Bảng 5: Hiệu ứng định giá bên mua dựa trên hình thái công ty mục tiêu và phương thức thanh toán

Ngày	Công ty mục tiêu đại chúng		Công ty mục tiêu tư nhân		Đại chúng – Tư nhân	
	N	CAR	N	CAR	thông kê t	MWW – Z
Nhóm A – hủy sáp nhập tiền mặt						
(-1,+1)	21	-0,30%	5	-3,73%	2,66***	-1,79**
(0,+1)	21	0,76%	5	-2,14%	1,55*	-1,29*
Nhóm B – hủy sáp nhập cổ phiếu						
(-1,+1)	34	1,34%	8	-2,48%	2,63***	-3,52****
(0,+1)	34	1,74%	8	-3,58%	2,84***	-3,29****

*, **, *** và **** chỉ ra mức độ ý nghĩa lần lượt tại 10%, 5%, và 1%.

quốc gia lớn thứ 19 thế giới về nhập khẩu và 19 thế giới về xuất khẩu. Theo World Fact Book, kinh tế Úc phát triển đều liên tục, trung bình hơn 3% một năm, với các đặc tính tỷ lệ thất nghiệp thấp, nợ công thấp, và hệ thống tài chính ổn định vững mạnh.

- *Mô tả số liệu thống kê của các mẫu mục tiêu:*
Bảng 1 chỉ ra trong giai đoạn 2003 – 2012, có 68 mẫu trên thị trường chứng khoán Úc thỏa mãn điều kiện, với lợi suất bất thường thông báo trung bình (ANNCAR) trong khung (0,+1), (-1,+1), và (-2,+1) lần lượt là 3,2%, 3,0%, và 5,9%. Lợi nhuận bất thường hủy sáp nhập trung bình (WITHCAR) trong khung (0,+1), (-1,+1), và (-2,+1) lần lượt là -0,9%, -2,2%, và -2,3%. Điều đó chỉ ra WITHCAR đối ngược với ANNCAR và quan sát này đúng với kỳ vọng đặt ra.

Về phía các biến giải thích, tập mẫu trong bối cảnh Úc có kết quả giống với tập mẫu của Madura & Ngo (2012) trong bối cảnh Mỹ. Độ lớn của lợi suất bất thường tích lũy thông báo (ANNCAR (0,1) = 3,2%) trong giai đoạn 2003 – 2012 khá tương đồng với số liệu từ Madura & Ngo trong giai đoạn 1980 – 2006 (ANNCAR (0,+1) = 2,58%). Bảng 2 cung cấp thông tin về các đặc tính của tập mẫu.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Phân tích đơn biến - Kết quả nghiên cứu sự kiện

Hiệu ứng định giá của thông báo đề xuất sáp nhập được trình bày tại Bảng 3. Đối với các thông báo sáp nhập công ty mục tiêu đại chúng, bên mua thường bị hiệu ứng định giá âm, trái ngược với hiệu ứng định giá dương quan sát được trong cách thương vụ công ty mục tiêu tư nhân. Kết quả thực nghiệm này ủng hộ các nghiên cứu trước đó, gợi ý các công ty mục tiêu tư nhân đem lại lợi nhuận lớn hơn cho bên mua.

Kết quả ước tính hiệu ứng định giá các đề xuất sáp nhập bị hủy được trình bày tại Bảng 4. Đối với các thương vụ sáp nhập công ty mục tiêu đại chúng,

hủy sáp nhập ảnh hưởng tới giá cổ phiếu 2-ngày trung bình là 1,37%, trong khung (0,+1) ngày. Với các đề xuất công ty mục tiêu tư nhân, hủy sáp nhập ảnh hưởng tới giá cổ phiếu trung bình 2-ngày là -3,49%, với khung thời gian (0,+1) ngày. Nhìn chung, lợi suất bất thường tích lũy các thương vụ hủy sáp nhập của các công ty Úc trong nghiên cứu này có xu hướng giống các công ty niêm yết tại Mỹ. Cụ thể, lợi suất bất thường tích lũy các thương vụ hủy sáp nhập của các công ty mục tiêu đại chúng không thay đổi quá nhiều tại sự kiện thông báo hủy sáp nhập. Tuy nhiên, với các thương vụ công ty mục tiêu tư nhân, lợi suất bất thường tích lũy hủy sáp nhập bị ảnh hưởng âm đáng kể.

Trong bước tiếp theo, chúng tôi kiểm soát với phương thức thanh toán và lặp lại so sánh lợi suất bất thường bên mua khi thông báo hủy sáp nhập của công ty mục tiêu đại chúng so với công ty mục tiêu tư nhân. Kết quả được trình bày tại Bảng 5. Nhóm A của Bảng 5 thể hiện kết quả dựa trên các thương vụ mà tiền hoặc sự kết hợp của tiền và cổ phiếu là phương thức thanh toán. Trong khung 2-ngày (0,+1), bên mua có giá cổ phiếu thay đổi 0,76% đối với công ty mục tiêu đại chúng, trong khi với công ty mục tiêu tư nhân, kết quả là -2,14%. Kết quả có ý nghĩa ở mức 10%. Quan sát tương tự cũng được thấy ở Nhóm B, khi sáp nhập công ty mục tiêu đại chúng có thu nhập âm đáng kể so với công ty mục tiêu tư nhân. So sánh giữa hai tập phụ dựa trên phép kiểm định t không tham số và kết quả kiểm định Mann-Whitney-Wilcoxon U chỉ ra hiệu ứng định giá bên mua trong sự kiện hủy sáp nhập xấu hơn khi có sự tham gia của công ty mục tiêu tư nhân.

Kết quả tại Bảng 5 chỉ ra sự khác biệt đặc trưng giữa hiệu ứng định giá bên mua khi hủy sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân so với công ty mục tiêu đại chúng không phụ thuộc vào phương thức thanh toán. Kết quả này ủng hộ Giả thuyết 1 rằng hủy sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân có hiệu ứng định giá âm với lợi suất bất thường của bên mua. Kết quả

Bảng 6: Kết quả phân tích giải thích WITHCAR, khung thời gian (0,+1)

Biến độc lập	Mô hình 1		Mô hình 2		Mô hình 3		Mô hình 4		Mô hình 5		Mô hình 6	
	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P
Điểm chặn	0,03	0,363	0,01	0,664	0,03	0,33	0,03	0,335	0,04	0,277	0,03	0,43
ANNCAR (0,1)	0,07	0,597			0,11	0,285			0,05	0,684	0,12	0,25
PRIV	-0,13*	0,056	-0,11*	0,06	-0,14**	0,035	-0,11*	0,053	-0,12*	0,061	-0,14**	0,03
PRIVSTOCK	0,03	0,716	-0,04	0,575	0,03	0,69	0,01	0,905	0,02	0,822	0,04	0,58
MULTIBID	0	0,901	0,01	0,793	0	0,962	0,01	0,84	0	0,915	0	0,99
RELATED	0,04	0,189	0,06*	0,057	0,05	0,101	0,04	0,174	0,05	0,144	0,04	0,16
FINCRISIS	-0,07**	0,03	-0,06**	0,038	-0,06**	0,043	-0,07**	0,024	-0,07**	0,032	-0,07**	0,04
ROA	0,02	0,535			0,04*	0,095	0,01	0,719	0,02	0,63	0,04*	0,08
RESIZE	0	0,335			0	0,279	0	0,33	0	0,301	0	0,33
BIDDERCASH	0,04	0,632					0,03	0,735			0,06	0,5
BIDDERDEBT	-0,01	0,559					-0,01	0,237	-0,01	0,451		
R ²	30,02%		23,97%		29,04%		29,68%		29,74%		29,60%	
R ² Điều chỉnh	17,75%		17,84%		19,42%		18,77%		18,84%		18,68%	
Thông số F	2,45**		3,91***		3,02***		2,72**		2,73**		2,71**	
Ý nghĩa F	0,017		0,004		0,007		0,01		0,01		0,01	
Số quan sát	68		68		68		68		68		68	

, **, * và **** chỉ ra mức ý nghĩa lần lượt tại 10%, 5%, và 1%.*

cũng phủ định Giả thuyết 2 khi chỉ ra quan sát trên không phụ thuộc vào phương thức thanh toán dự định.

4.2. Phân tích đa biến

Với kết quả từ ước tính hiệu ứng định giá ở trên, chúng tôi kết luận rằng thu nhập hủy sáp nhập bị ảnh hưởng bởi việc hình thái công ty mục tiêu là đại chúng hay tư nhân. Một điểm đáng lưu ý khác nữa là phương thức thanh toán không ảnh hưởng tới quan sát nói trên. Tuy nhiên, có những nhân tố khác ngoài hình thái công ty mục tiêu và phương thức thanh toán cũng có thể ảnh hưởng tới thu nhập hủy sáp nhập. Do đó, chúng tôi thực hiện phân tích đa

biến để nghiên cứu mối tương quan giữa các biến giải thích cụ thể và các biến phụ thuộc đối với lợi suất bất thường tích lũy hủy sáp nhập. Vì các biến BIDDERCASH, BIDDERDEBT, và ANNCAR có thể tương quan với nhau, nhiều mô hình đầy đủ và rút gọn với việc loại trừ một hoặc nhiều biến được áp dụng nhằm cô lập hiệu ứng giữa các biến.

Trong các mô hình sau, khung thời gian để tính WITHCAR và ANNCAR là (0,+1). Bảng 6 tóm tắt ước tính của các mô hình từ 1 tới 6. Rõ ràng, việc ảnh hưởng lớn của PRIV và không ảnh hưởng của PRIVSTOCK đối với biến phụ thuộc là những điểm chính yếu trong nghiên cứu này, trả lời câu hỏi

Bảng 7: Kết quả phân tích giải thích WITHCAR, khung thời gian (-1,+1)

Biến độc lập	Mô hình 1		Mô hình 2		Mô hình 3		Mô hình 4		Mô hình 5		Mô hình 6	
	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P
Điểm chặn	0,00	0,999	-0,02	0,623	0,01	0,89	0,00	0,933	0,01	0,828	0,00	0,952
ANNCAR (-1,+1)	0,21	0,179			0,22*	0,069			0,18	0,236	0,24*	0,055
PRIV	-0,19**	0,018	-0,13*	0,056	-0,19**	0,013	-0,13***	0,048	-0,18**	0,022	-0,19**	0,011
PRIVSTOCK	0,09	0,377	-0,04	0,611	0,07	0,413	0,02	0,82	0,06	0,495	0,1	0,313
MULTIBID	0,02	0,664	0,03	0,512	0,01	0,754	0,03	0,517	0,02	0,684	0,02	0,694
RELATED	0,07*	0,072	0,09**	0,014	0,08**	0,031	0,07*	0,063	0,07**	0,044	0,07*	0,063
FINCRISIS	-0,07*	0,06	-0,07*	0,071	-0,06*	0,081	-0,08**	0,041	-0,07*	0,072	-0,07*	0,059
ROA	0,05	0,233			0,06**	0,031	0,01	0,747	0,04	0,323	0,06**	0,022
RESIZE	0,00	0,469			0,00	0,389	0,00	0,493	0,00	0,414	0,00	0,458
BIDDERCASH	0,08	0,44					0,04	0,679			0,09	0,379
BIDDERDEBT	0,00	0,793					-0,01	0,168	-0,01	0,625		
F-statistics	3,04***		4,51***		3,76***		3,12***		3,33***		3,42***	
Adjusted R ²	23,31%		20,77%		24,82%		22,19%		23,84%		24,54%	
Số quan sát	68		68		68		68		68		68	

*, **, *** và **** chỉ ra mức ý nghĩa lần lượt tại 10%, 5%, và 1%.

nghiên cứu trọng tâm. Thêm vào đó, kết quả cũng được dùng như phép kiểm tra chéo cho các phát hiện từ ước tính hiệu ứng định giá.

Hệ số âm đáng kể của biến PRIV trong cả 6 mô hình ủng hộ Giả thuyết 1 rằng sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân có ảnh hưởng âm đáng kể tới lợi suất bất thường tích lũy hủy sáp nhập. Kết quả này ủng hộ lập luận rằng trái ngược với sáp nhập công ty mục tiêu đại chúng, sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân đem lại lợi nhuận dương. Do đó, khi hủy sáp nhập, sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân sẽ bị đảo ngược các lợi ích đã được kỳ vọng từ thị trường, dẫn

tới lợi suất bất thường hủy sáp nhập âm. Phát hiện này phù hợp với kết quả chỉ ra trong phần ước tính hiệu ứng định giá trước đó.

Với biến PRIVSTOCK, hệ số của biến là không đáng kể, ám chỉ hiệu ứng định giá thông báo sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân không phụ thuộc vào phương thức thanh toán. Kết quả này phù hợp với phát hiện trong mục ước tính hiệu ứng định giá trước đó. Phát hiện này đưa ra một nhận xét thú vị. Như đã chỉ ra từ các nghiên cứu trước đó, phương thức thanh toán có ảnh hưởng đáng kể tới lợi suất bất thường thông báo sáp nhập. Tuy nhiên, với lợi

Bảng 8: Tóm tắt kết quả phân tích đa biến cho 6 mô hình, khung thời gian (-2,+1)

Biến độc lập	Mô hình 1		Mô hình 2		Mô hình 3		Mô hình 4		Mô hình 5		Mô hình 6	
	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P	Hệ số	Giá trị P
Intercept	0,01	0,767	-0,02	0,582	0,02	0,685	0,02	0,634	0,02	0,626	0,01	0,82
ANNCAR (-2,1)	0,17	0,047			0,19***	0,001			0,15*	0,052	0,20***	0
PRIV	-0,22***	0,003	-0,17**	0,025	-0,22***	0,002	-0,18**	0,012	-0,22***	0,003	-0,23***	0
PRIVSTOCK	0,11	0,242	-0,02	0,815	0,1	0,264	0,05	0,596	0,09	0,302	0,12	0,2
MULTIBID	0,04	0,405	0,05	0,303	0,03	0,483	0,05	0,235	0,04	0,398	0,03	0,44
RELATED	0,06	0,106	0,10**	0,02	0,07**	0,048	0,07*	0,092	0,07*	0,073	0,06*	0,1
FINCRISIS	0,07	0,535	-0,06	0,116	-0,07*	0,063	-0,08**	0,039	-0,08**	0,049	-0,08**	0,05
ROA	-0,01	0,717			0,09***	0,001	-0,02	0,638	0,06	0,202	0,10***	0
RESIZE	0,08	0,16			0	0,407	0	0,56	0	0,454	0	0,48
BIDDERCASH	0	0,492					-0,04	0,713			0,09	0,38
BIDDERDEBT	-0,08**	0,043					-0,03***	0,005	-0,01	0,48		
F-statistics	4,67***		4,89***		5,84***		4,49***		5,20***		5,25***	
Adjusted R ²	35,39%		22,52%		36,62%		31,91%		36,07%		36,36%	
Số quan sát	68		68		68		68		68		68	

*, **, *** và **** chỉ ra mức ý nghĩa lần lượt tại 10%, 5%, và 1%.

suất bất thường thông báo hủy sáp nhập, phương thức thanh toán không ảnh hưởng đáng kể như trên. Một trong những giải thích là việc thị trường có thể nhận định việc hủy sáp nhập đơn thuần là trì hoãn thương vụ và không gây ra ý kiến tiêu cực với cổ đông công ty mục tiêu tư nhân về giá trị cổ phiếu của bên bán. Giả thiết này đã được xác nhận trong nghiên cứu của Madura & Ngo (2012).

Biến ANNCAR ảnh hưởng đáng kể trong tất cả các mô hình được áp dụng. Tuy nhiên, hệ số của ANNCAR trong các mô hình có cả số âm và số dương, trái ngược với kỳ vọng. Khi kiểm tra phân tích cắt ngang của ANNCAR với WITHCAR, ANNCAR có tương quan âm với WITHCAR. Kết quả này thỏa mãn kỳ vọng và ám chỉ hiệu ứng định giá hủy sáp nhập sẽ kém hơn khi giá cổ phiếu ban đầu tại thời điểm thông báo sáp nhập cao hơn và lợi suất bất thường hủy sáp nhập sẽ bị đảo ngược lỗ hoặc lời gây ra trước đó bởi lợi suất bất thường thông báo sáp nhập. Hiệu ứng hủy sáp nhập xuất hiện như một phép đảo các lợi ích được tiên đoán trước đó gây ra cho giá cổ phiếu tại thời điểm thương vụ được công bố. Điều này ám chỉ hiệu ứng hủy sáp nhập là sự điều chỉnh một phần lợi ích được tiên đoán trước đó từ kết quả của việc thông báo ý định thương vụ sáp nhập.

Không như kỳ vọng, biến BIDDERCASH và BIDDERDEBT không tương quan đáng kể với WITHCAR trong mô hình. Điều này dường như trái ngược với phát hiện của Madura & Ngo (2012). Một phương án giải thích khả thi cho vấn đề này có thể là sự khác biệt về định nghĩa biến số. Trong nghiên cứu của mình, Madura & Ngo tính BIDDERCASH bằng cách lấy tỷ số tiền mặt trên tổng tài sản trừ đi tỷ số tiền mặt trên tổng tài sản trung bình ngành, và BIDDERDEBT bằng cách lấy tổng nợ trên tổng tài sản trừ tỷ số nợ trên tài sản trung bình ngành. Tuy nhiên, do không có sẵn dữ liệu, chúng tôi không thể tìm được tỷ số ngành. Do đó, chúng tôi chỉ tính BIDDERCASH bằng tỷ số tiền mặt trên tổng tài sản, và BIDDERDEBT bằng tỷ số nợ trên tổng tài sản. Điều này có thể khiến kết quả hai biến trên không theo đúng kỳ vọng. Và nếu giải thích trên là hợp lý, chúng ta có thể tiên đoán tỷ số ngành có ảnh hưởng đáng kể tới các biến giải thích lợi nhuận bất thường. Có một số nghiên cứu đã xác nhận hiệu ứng ngành với lợi suất bất thường hủy sáp nhập của bên mua, như của Madura & Ngo (2012). Điều này mở ra một hướng nghiên cứu mới cho chủ đề này trong tương lai.

Một phát hiện thú vị khác là FINCRISIS, một biến mới chưa được kiểm nghiệm trong các nghiên cứu trước đó, nhưng ảnh hưởng âm đáng kể trong

tất cả các mô hình. Hệ số âm của FINCRISIS có thể giải thích lợi suất bất thường hủy sáp nhập có thể tệ hơn trong tình hình kinh tế yếu và khủng hoảng tài chính. Với thực tế là các nhà nghiên cứu đang tập trung quá nhiều vào các biến số ở cấp độ doanh nghiệp và thương vụ chứ không phải các biến vĩ mô, phát hiện này là quan trọng khi lưu ý các nhà nghiên cứu cần quan tâm hơn tới các biến vĩ mô môi trường tài chính trong các nghiên cứu của mình.

Tổng kết lại, kết quả nghiên cứu xác nhận hình thái công ty mục tiêu có ảnh hưởng đáng kể tới lợi suất bất thường hủy sáp nhập, và ảnh hưởng này không bị tác động bởi phương thức thanh toán dự kiến. Phát hiện này tại bối cảnh Úc tương đồng với phát hiện của các công ty niêm yết Mỹ. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng quan sát này là đồng nhất cho tất cả các thị trường, và cần thêm các nghiên cứu trong tương lai để xác nhận kỳ vọng trên.

4.3. Kiểm tra độ chắc chắn

Để kiểm tra độ chắc chắn, chúng tôi kiểm tra những khung thời gian khác nhau cho biến WITHCAR và ANNCAR. Cụ thể, chúng tôi áp dụng 6 mô hình với hai khung thời gian là (-1,+1) và (-2,+1).

Bảng 7 thể hiện kết quả phân tích cho khung thời gian (-1,+1) và (-2,+1). Với kết quả dưới đây, chúng tôi có thể đưa ra kết luận phát hiện với khung thời gian (0,+1) được thể hiện tương tự (Bảng 8) khi áp dụng cho khung thời gian (-1,+1) và (-2,+1).

5. Kết luận

Sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, chúng tôi phát hiện đề xuất sáp nhập bị hủy có thể đảo ngược lợi ích hoặc thua lỗ trước đó bên mua đã có được từ việc thông báo ý định thực hiện sáp nhập. Thêm vào đó, sử dụng phương pháp hồi quy OLS, chúng tôi nhận ra lợi suất bất thường khi hủy sáp nhập bị ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố, bao gồm các đặc tính thương vụ, đặc tính doanh nghiệp, và tình hình kinh tế vĩ mô.

Cụ thể, chúng tôi nhận thấy trong bối cảnh Úc, sự kiện hủy sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân gây ra hiệu ứng định giá âm đáng kể so với sự kiện hủy sáp nhập công ty mục tiêu đại chúng. Nói cách khác, hiệu ứng định giá bên mua khi xuất hiện sự kiện hủy sáp nhập là tệ hơn khi xuất hiện công ty mục tiêu tư nhân. Ngay cả khi không chế tập mẫu với phương thức thanh toán, quan sát trên vẫn xuất hiện. Điều này đóng góp cho cơ sở lý thuyết khi xác nhận hiệu ứng của hình thái công ty mục tiêu với lợi suất bất thường hủy sáp nhập không phụ thuộc vào phương thức thanh toán.

Tóm lại, nghiên cứu này chỉ ra trong bối cảnh Úc, hiệu ứng hủy sáp nhập là sự điều chỉnh một phần

các lợi ích được tiên đoán trước đó bởi việc thông báo ý định sáp nhập, và hình thái công ty mục tiêu tư nhân có ảnh hưởng đáng kể tới lợi suất bất thường hủy sáp nhập. Kết quả này vẫn đúng khi kiểm soát về phương thức thanh toán. Nhận xét tương tự về ảnh hưởng của sự kiện hủy sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân với thu nhập bên mua cũng

được chỉ ra trong bối cảnh Mỹ. Chúng tôi kỳ vọng đặc điểm đặc trưng của sáp nhập công ty mục tiêu tư nhân là phổ quát và cũng có thể tìm thấy tại các thị trường khác như khu vực Đông Nam Á và Đông Á. Những nghiên cứu trong các bối cảnh trên cần được thực hiện để củng cố giả thuyết đề ra. □

Tài liệu tham khảo

- Asquith, P. (1983), 'Merger bids, uncertainty and stockholder returns', *Journal of Financial Economics*, 11, 51-83.
- Bradley, M., Desai, A. & Kim, E. (1983), 'The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?', *Journal of Financial Economics*, 11, 183-206.
- Cartwright, S. & Schoenberg, R. (2006), 'Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities', *British Journal of Management*, 17(1), 1-5.
- Chang, S. & Suk, D. (1988), 'Failed takeovers, methods of payment, and bidder returns', *The Financial Review*, 33, 813-826.
- Dodd, P. (1980), 'Merger proposals management discretion and stockholder wealth', *Journal of Financial Economics*, 8(2), 105-138.
- Fuller, K., Netter, J. & Stegemoller, M., (2002), 'What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions', *Journal of Finance*, 57, 1763-93.
- Galai, D. & Masulis, R. (1976), 'The option pricing model and the risk factor of stock', *Journal of Financial Economics*, 3, 53-81.
- Madura, J. & Ngo, T. (2012), 'Withdrawals of mergers involving private targets', *Applied Financial Economics*, 22, 313-320.
- Morck, R., Schleifer, A. & Vishny, R. (1990), 'Do managerial objectives drive bad acquisitions', *Journal of Finance* 45, 31-48.
- Officer, M., Poulsen, A. & Stegemoller, M. (2009), 'Target firm information asymmetry and acquirer returns', *Review of Finance*, 13, 467-93.
- Travlos, N. (1987), 'Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns', *Journal of Finance*, 42, 943-963.

Thông tin tác giả:

***Nguyễn Thu Thủy**, Phó giáo sư, tiến sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Quản trị kinh doanh, Đại học Ngoại thương

- Lĩnh vực nghiên cứu chuyên sâu: tài chính quốc tế, tài chính doanh nghiệp, kinh tế phát triển

- Một số tạp chí tác giả đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Journal of Banking and Finance*, *Research in International Business and Finance*, *Tạp chí Nghiên cứu kinh tế*, *Tạp chí Các vấn đề Kinh tế và Chính trị thế giới*, *Tạp chí Quản lý kinh tế*, *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, *Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng*.

- Địa chỉ Email: thuy.nt@ftu.edu.vn

** **Đào Thị Thu Giang**, Phó giáo sư, tiến sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Đại học Ngoại thương

- Lĩnh vực nghiên cứu chuyên sâu: kế toán, kiểm toán, tài chính doanh nghiệp và thương mại quốc tế

- Một số tạp chí tác giả đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Tạp chí Nghiên cứu kinh tế*, *Tạp chí Quản lý kinh tế*, *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*

- Địa chỉ Email: giangdt@ftu.edu.vn

*** **Trương Huy Hoàng**

- Tổ chức tác giả công tác: PricewaterhouseCoopers (PwC)

- Địa chỉ Email: hoangth50.fbaelite@gmail.com