

QUẢN TRỊ LỢI NHUẬN VÀ QUYẾT ĐỊNH KHU VỰC SÁP NHẬP Ở VIỆT NAM

Đặng Hữu Mẫn

Khoa Tài chính, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

Email: man.dang@due.edu.vn

Hoàng Dương Việt Anh

Khoa Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

Email: anhhdv@due.edu.vn

Lê Thùy Dung

Trường Đại học Kinh tế Nghệ An

Email: ledung.vinh@gmail.com

Ngày nhận: 16/6/2019

Ngày nhận bản sửa: 15/7/2019

Ngày duyệt đăng: 05/10/2019

Tóm tắt:

Bài báo này khảo sát ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận của công ty mục tiêu đến quyết định lựa chọn khu vực sáp nhập của các công ty đầu tư dựa trên mẫu khảo sát toàn bộ các thương vụ sáp nhập và mua lại ở thị trường Việt Nam giai đoạn 2005-2018. Kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty đầu tư nước ngoài có xu hướng lựa chọn các công ty mục tiêu có ít hành vi điều chỉnh lợi nhuận. Kết quả này khẳng định sự bất đối xứng thông tin, nhân tố thị trường không hoàn hảo cũng như rủi ro của việc thâm nhập thị trường mới ảnh hưởng mạnh đến quá trình ra quyết định khu vực sáp nhập của các công ty đầu tư, và cung cấp những hàm ý chính sách có giá trị tham khảo đối với nhà đầu tư và nhà quản trị công ty.

Từ khóa: Quản trị lợi nhuận, sáp nhập & mua lại, khu vực sáp nhập, công ty đầu tư, công ty mục tiêu.

Mã JEL: G34, G32.

Earnings management and acquisition location decision in Vietnam

Abstract:

This paper examines the impact of the target firms' earnings management behavior on acquirer's acquisition location decision using a comprehensive sample of all merger & acquisition (M&A) deals in Vietnam over the period of 2005-2018. The results show that foreign acquirers tend to choose target companies with less earnings management behaviour. This result confirms the information asymmetry between insiders and outsiders, and the imperfect market as well as the risk of entering new markets in general strongly influence the acquirers' location decision-making. The study also proposes policy recommendations to investors and firm managers.

Keywords: Earnings management, merger & acquisition, acquisition location, acquirers, target firms.

Mã JEL: G34, G32

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh toàn cầu hóa, khi rào cản về văn hóa, môi trường pháp lý, xâm nhập thị trường dần được gỡ bỏ thì xu thế sáp nhập và mua bán (M&A) xuyên biên giới đang trở thành một trong những chiến lược đầu tư trọng yếu của các nhà đầu tư để có thể xâm nhập và mở rộng thị phần. Dường như các công ty ngày càng quan tâm đến động cơ cũng như các quyết định đầu tư chiến lược thông qua các thương vụ mua lại, đặc biệt là khi xâm nhập vào các thị trường mới nổi (Bekaert & Harvey, 2000). Việc lựa chọn mục tiêu đầu tư của các công ty chịu sự chi phối trực tiếp bởi vấn đề thông tin được công bố. Một số nghiên cứu đã chỉ ra ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận (*earnings management*) đến tính bất đối xứng thông tin và lượng thông tin cung cấp ra bên ngoài, và do đó ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả và sự thành công của các thương vụ M&A (Schwert, 1996; Chemmanur & cộng sự, 2009...). Quản trị lợi nhuận đã tác động trực tiếp đến giá cổ phiếu của các bên tham gia (Schwert, 1996), và ảnh hưởng trực tiếp đến quyết định lựa chọn đối tác mục tiêu của các công ty thu tóm, đặc biệt nếu họ đến từ một thị trường bên ngoài với sự khác biệt về môi trường thể chế, văn hóa, và các khía cạnh xã hội. Do đó, một công ty ít có quản trị lợi nhuận sẽ góp phần cải thiện chất lượng thông tin hàm chứa trong cổ phiếu, tạo điều kiện thúc đẩy tính hiệu quả của thị trường chứng khoán nói chung và sự phát triển của thị trường M&A nói riêng.

Thị trường M&A Việt Nam trong những năm qua đã *đạt được sự tăng trưởng vượt bậc*. Làn sóng M&A của các đối tác đầu tư nước ngoài vào Việt Nam thực sự bùng nổ trong những năm vừa qua với số lượng và quy mô giao dịch ngày càng gia tăng. Số liệu của cơ sở dữ liệu SDC Platinum thuộc tập đoàn Thomson Reuters cho thấy, tổng giá trị các thương vụ M&A dưới tất cả các hình thức khác nhau ở Việt Nam giai đoạn 2007-2018 lên đến 48,8 tỷ USD. Chỉ trong 6 tháng đầu năm 2018, các nhà đầu tư nước ngoài đã chi tới 4,1 tỷ USD, tăng 82,4% so với cùng kỳ năm 2017, để góp vốn, mua cổ phần trong các doanh nghiệp ở Việt Nam (Diễn đàn M&A Việt Nam, 2018).¹ Nếu như trước đây, đa phần nhà đầu tư nước ngoài lựa chọn lập dự án, xây nhà máy mới để đầu tư ở Việt Nam, thì dữ liệu của SDC Platinum cho thấy trong 5 năm trở lại đây, đầu tư trực tiếp nước ngoài được phát triển chủ yếu thông qua kênh mua lại cổ

phần xuyên biên giới (*Cross-border acquisitions*). Nhiều nhà đầu tư nước ngoài lựa chọn hình thức đầu tư thông qua mua lại và sáp nhập để có thể hình thành các mối quan hệ chiến lược với các công ty nội địa, từ đó có thể theo đuổi mục tiêu thâm nhập thị trường của mình. Nguyên nhân chính là do sự phát triển của thị trường nội địa Việt Nam, quy mô dân số và nhu cầu tiêu dùng cao đã kích thích các tập đoàn nước ngoài mua cổ phần của các doanh nghiệp Việt. Các thương vụ thành công lớn gần đây là một minh chứng điển hình, như Thaibev (Thái Lan) mua Sabeco, Central Group (Thái Lan) mua BigC, TTC Holdings (Thái Lan) mua Metro Việt Nam, Fraser and Neave (Singapore) mua cổ phần Vinamilk, Mizuho (Nhật Bản) mua cổ phần Vietcombank (theo dữ liệu SDC Platinum, 2019),... Triển vọng phát triển thị trường M&A Việt Nam trong những năm tới là cực kỳ khả quan khi xu hướng đầu tư theo hình thức góp vốn, mua cổ phần đang ngày càng gia tăng.

Tuy vậy, thị trường M&A Việt Nam vẫn còn nhiều thách thức đặt ra, đặc biệt ở khía cạnh pháp lý. Hoạt động M&A được hướng dẫn và điều chỉnh bởi nhiều luật khác nhau, thiếu sự thống nhất dẫn đến sự quản lý chồng chéo giữa các luật. Cụ thể, quy định liên quan hoạt động sáp nhập và mua lại được quy định tại Bộ Luật Dân sự, Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư, nhưng ở Việt Nam vẫn chưa có các quy định về chống thu tóm M&A trên thị trường (Pham & cộng sự, 2015). Bên cạnh đó, các doanh nghiệp Việt còn nhiều hạn chế về năng lực quản trị, chưa nhận thức đúng về tầm quan trọng của việc tạo ra một môi trường thông tin có chất lượng và bền vững đối với chiến lược phát triển dài hạn của doanh nghiệp dưới lăng kính của nhà đầu tư. Nhiều doanh nghiệp còn thiếu minh bạch trong công bố thông tin liên quan đến báo cáo tài chính, báo cáo quản trị, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp chưa niêm yết. Thực trạng báo cáo tài chính và công bố thông tin chưa minh bạch, thao túng báo cáo tài chính và sự gia tăng quản trị lợi nhuận ở Việt Nam (McGee, 2009) có khả năng gây ảnh hưởng đến định giá chào mua trong thương vụ, cản trở dòng vốn M&A xuyên biên giới vào Việt Nam. Tuy nhiên, các nghiên cứu hiện có về M&A ở Việt Nam vẫn chưa xem xét tác động của quản trị lợi nhuận của công ty mục tiêu đến quá trình lập kế hoạch sáp nhập của các công ty thu tóm, đặc biệt khi công ty thu tóm đến từ hải ngoại. Do đó, nghiên cứu của chúng tôi là công trình đầu tiên được

ghi nhận ở Việt Nam xem xét ảnh hưởng của vấn đề quản trị lợi nhuận đến quá trình ra quyết định khu vực sáp nhập (Nội địa hoặc xuyên biên giới) ở một thị trường mới nổi nhưng có sự tăng trưởng hoạt động M&A đáng kể thời gian qua.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Quyết định lựa chọn khu vực đầu tư

Trong các nghiên cứu thực nghiệm hiện có, các đặc điểm về kết quả hoạt động tài chính của các công ty mục tiêu trong giai đoạn trước và sau khi hoàn thành thương vụ là tương đối rõ ràng và cũng là các thuộc tính thúc đẩy các công ty đầu tư ra quyết định lựa chọn khu vực đầu tư (Nội địa hoặc Xuyên biên giới).² Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã kết luận rằng các công ty mục tiêu có kết quả hoạt động tài chính kém trong giai đoạn trước khi thông báo thương vụ (Safieddine & Titman, 1999). Tuy nhiên, những nghiên cứu này không tách rời các công ty mục tiêu được mua bởi các công ty đầu tư trong nước hoặc nước ngoài.

Một vài nghiên cứu thực nghiệm gần đây đã cố gắng bổ sung khoảng trống này và thấy rằng các công ty mục tiêu trong nước hoạt động kém so với các công ty mục tiêu bị đầu tư bởi các công ty nước ngoài trước thời điểm thông báo thương vụ (Fukao & cộng sự, 2006; Zhu & cộng sự, 2011). Phát hiện này phù hợp với một giả thuyết được chấp nhận chung, *giả thuyết thị trường kiểm soát công ty (Market for Corporate Control)*, giải thích động cơ đằng sau việc mua lại một phần trong nước. Theo đó, giả thuyết này cho thấy các công ty đầu tư trong nước có xu hướng chọn các công ty hoạt động kém làm đối tác chiến lược của họ. Conn & cộng sự (2005), Moeller & Schlingemann (2005) giải thích rằng các công ty đầu tư trong nước dễ dàng xác định các công ty hoạt động yếu hơn so với các công ty đầu tư nước ngoài, vì họ hoạt động trong thị trường nội địa và có nhiều thông tin hơn so với các công ty đầu tư nước ngoài.

Không giống như mua lại trong nước, động cơ của mua lại xuyên biên giới đã được nghiên cứu rộng rãi bởi các học giả tài chính và kinh doanh quốc tế. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã ủng hộ rằng mua lại xuyên biên giới được sử dụng như một phương pháp thâm nhập thị trường chiến lược vào thị trường nước ngoài (*Strategic Market Entry Theory*). Theo đó, lý thuyết này cho thấy, trái ngược với các công

ty đầu tư trong nước, các công ty đầu tư xuyên biên giới thường tìm kiếm các công ty ở thị trường nước ngoài có kết quả hoạt động tốt tại thời điểm thông báo thương vụ (Bertrand & Zitouna, 2008; Balsvik & cộng sự, 2010; Zhu & cộng sự, 2011). Nguyên nhân chính là do các công ty mục tiêu có mạng lưới phân phối lớn, uy tín thương hiệu, nguồn nhân lực có trình độ cao và điều kiện tài chính mạnh mẽ có thể giúp các công ty đầu tư nước ngoài thích nghi nhanh ở một thị trường mới (Hennart & Reddy, 1997; Chen, 2008). Ngoài ra, một số nghiên cứu nhận thấy rằng các công ty đầu tư nước ngoài tương đối bất lợi hơn so với các công ty đầu tư trong nước do sự bất cân xứng thông tin về sự khác biệt về kế toán, văn hóa và pháp lý. Do đó, các công ty mục tiêu có thông tin và kết quả hoạt động tốt có xu hướng được các công ty đầu tư nước ngoài mua lại vì chúng có thể được định giá đúng về giá chào mua cũng như giá trị cộng hưởng dự kiến.

2.2. Ảnh hưởng tiềm năng của quản trị lợi nhuận đối với quyết định lựa chọn khu vực M&A

Quản trị lợi nhuận đề cập đến sự can thiệp của các nhà quản lý thông qua việc điều chỉnh trong báo cáo tài chính và cấu trúc các giao dịch để làm sai lệch các thông tin nhằm đạt được mục tiêu cá nhân của mình (Barth & cộng sự, 2013). Thông qua quản trị lợi nhuận, số liệu trên các báo cáo tài chính không còn phản ánh chính xác thông tin tình hình hoạt động kinh doanh của công ty dẫn đến bất đối xứng thông tin xảy ra với các bên liên quan, điều này phù hợp với giả thuyết đưa ra trong lý thuyết đại diện (Jensen & Meckling, 1976).³ Nếu có sự bất đối xứng về giá trị thật của cổ phiếu giữa các công ty tham gia quá trình M&A, nhiều khả năng sẽ dẫn đến rò rỉ thông tin và do đó ảnh hưởng trực tiếp đến việc lựa chọn mục tiêu, quá trình đàm phán và giá trị tạo ra sau khi thương vụ hoàn thành (Chemmanur & cộng sự, 2009).

Quản trị lợi nhuận một phần phản ánh môi trường thông tin của công ty. Môi trường thông tin kém nghĩa là công ty không có sự minh bạch thông tin, đặc biệt là minh bạch trong công bố thu nhập (George & cộng sự, 2009), gia tăng mức độ bất cân xứng thông tin (*information asymmetry*) giữa những người bên trong và bên ngoài công ty.⁴ Healy & Palepu (2001) cho rằng ngay cả trong một thị trường vốn hiệu quả, vẫn có khả năng xảy ra vấn đề quản trị

lợi nhuận từ các nhà quản lý công bố ra bên ngoài. Các nghiên cứu hiện có chủ yếu tập trung vào quản trị lợi nhuận của công ty thu tóm. Trong các thương vụ M&A, các công ty thu tóm có xu hướng sử dụng quản trị lợi nhuận nhằm làm tăng giá cổ phiếu, từ đó có thể làm giảm tỷ lệ hoán đổi cổ phiếu trong các thương vụ giao dịch lựa chọn phương thức thanh toán bằng chứng khoán (Erickson & Wang, 1999). Dường như giả thuyết thị trường hiệu quả đã hỗ trợ cho sự tồn tại của vấn đề quản trị lợi nhuận trong các thương vụ mua lại. Theo đó, trong một thương vụ M&A, các bên tham gia có thể thỏa thuận giao dịch bằng cổ phiếu và các nhà quản lý công ty thu tóm nhiều khả năng thực hiện các điều chỉnh về mặt số liệu kế toán để có thể thay đổi giá trị cổ phiếu, từ đó thay đổi lợi nhuận công ty. Jensen (2004) ủng hộ giả thuyết định giá quá cao (*overvaluation*) của các công ty thu tóm và cho rằng việc định giá cao làm gia tăng các quyết định của nhà quản lý, dẫn đến việc các nhà quản lý có thể thực hiện các thương vụ mua lại kém, nhiều khả năng họ gặp sai lầm trong việc lựa chọn mục tiêu đầu tư. Một số nghiên cứu chỉ ra rằng các công ty thu tóm đã thực hiện quản trị lợi nhuận trước khi thực hiện kế hoạch sáp nhập bằng cổ phiếu (Louis, 2004), dường như các công ty này đang nỗ lực trong việc gia tăng giá trị cổ phiếu của mình trước khi sáp nhập, dẫn đến khả năng họ có thể giảm chi phí mua lại. Các kết quả thực nghiệm ở trên cho thấy ảnh hưởng quản trị lợi nhuận làm thu nhập tích lũy của công ty thu tóm tăng cao hơn trong các thương vụ đàm phán giao dịch bằng cổ phiếu so với các thương vụ giao dịch bằng tiền mặt. Trong khi đó, minh chứng đưa ra từ nghiên cứu của Botsaria & Meeks (2018) cho thấy tác động của quản trị lợi nhuận đến thu nhập của công ty thu tóm phụ thuộc vào sự phát triển của môi trường hoạt động M&A.

Một số bằng chứng hiện có cho thấy quản trị lợi nhuận của công ty mục tiêu nhằm gia tăng giá cổ phiếu công ty trước khi thực hiện các thương vụ M&A đã ảnh hưởng trực tiếp đến giá chào mua từ công ty thu tóm, và do đó ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng thành công của giao dịch (Schwert, 1996; Betton & cộng sự, 2008). Trong thực tế, các công ty thu tóm nước ngoài có xu hướng xâm nhập thị trường mới thông qua quá trình mua lại, sáp nhập và các công ty này có xu hướng bị hấp dẫn bởi các công ty mục tiêu có thanh khoản cao. Tuy nhiên, nếu các công ty mục tiêu theo đuổi quản trị lợi nhuận,

nhiều khả năng sẽ làm thay đổi giá trị sổ sách cổ phiếu công ty và làm thiên lệch các số liệu tài chính khác. Chính vì điều này có thể dẫn đến việc định giá không chính xác giá trị cũng như tác động đến tính hấp dẫn của cổ phiếu, gia tăng khả năng không thành công của thương vụ, ảnh hưởng trực tiếp đến quyết định bỏ vốn đầu tư của các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài. Đặc biệt, trong các thương vụ giao dịch bằng cổ phiếu, khi công ty mục tiêu và công ty thu tóm đến từ các quốc gia khác nhau, mức độ bất đối xứng thông tin cao thì vấn đề thiếu hụt thông tin giữa các bên tham gia sẽ dẫn đến tình trạng các công ty thu tóm không thể kiểm soát được mức giá cổ phiếu mà công ty mục tiêu chào bán, cũng như việc các công ty mục tiêu không thể kiểm soát được giá cổ phiếu công ty thu tóm chào mua khi chấp nhận thanh toán bằng hoán đổi cổ phiếu. Điều này dễ dẫn đến gia tăng phần bù thương vụ phải trả của công ty thu tóm khi thương vụ giao dịch hoàn tất, đặc biệt là khi hai công ty không hoạt động trong cùng một lãnh thổ. Do đó, các công ty thu tóm có thể phải cân nhắc khi tìm kiếm mục tiêu ở các khu vực khác nhau dựa trên cơ sở phân tích quản trị lợi nhuận của công ty mục tiêu. Từ các lập luận ở trên, chúng tôi đề xuất giả thuyết chính như sau:

Giả thuyết cơ sở: Các công ty thu tóm nước ngoài có xu hướng mua lại các công ty mục tiêu có ít hành vi quản trị lợi nhuận.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Mẫu nghiên cứu được sử dụng bao gồm tất cả các thương vụ M&A thành công ở Việt Nam giai đoạn 2005-2018 được thu thập từ cơ sở dữ liệu có trả phí Thomson Reuters SDC Platinum. Sau khi loại bỏ các thương vụ trong đó các công ty thu tóm chào mua dưới 5% và nắm giữ ít hơn 5% cổ phần tại công ty mục tiêu sau khi thương vụ được hoàn thành, mẫu cuối cùng chúng tôi thu thập được gồm 486 thương vụ M&A thành công giai đoạn 2005-2018. Bên cạnh đó, dữ liệu về tài chính công ty được thu thập từ nguồn đáng tin cậy, *StoxPlus*, công ty chuyên cung cấp dữ liệu kinh tế tài chính ở Việt Nam.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Để khảo sát ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận đến sự lựa chọn khu vực M&A của các công ty thu tóm, chúng tôi dựa trên mô hình hồi quy Probit với dữ liệu chéo (*Cross-sectional data regression*) như sau:

$$CROSS-BORDER_{i,t} = \beta_0 + \beta IEM_{i,t-1} + \beta_2 CONTROLS_{i,t-1} + \gamma_j + \delta_t + \zeta_{i,t}$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc (CROSS-BORDER): Đây là biến nhị phân, nhận giá trị bằng 1 nếu thương vụ thuộc nhóm xuyên biên giới, nghĩa là công ty thu tóm và công ty mục tiêu không đến từ cùng một quốc gia, và bằng 0 nếu thương vụ đó thuộc nhóm M&A nội địa.

Biến độc lập (EM):

Dựa trên các nghiên cứu hiện có, chẳng hạn Shivakumar (2000), chúng tôi sử dụng tiêu chí *dồn tích bất thường*, hoặc *dồn tích phụ trội (abnormal accruals)* tại cuối năm tài khóa để đo lường quản trị lợi nhuận của công ty. Dồn tích bất thường là sự chênh lệch giữa dồn tích kỳ vọng so với dồn tích thực tế. Cụ thể như sau:

Dồn tích kỳ vọng:

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

trong đó:

$A_{i,t-1}$: Tổng tài sản vào cuối năm $t-1$ của công ty i .

ΔREV_{it} : Chênh lệch doanh thu thuần giữa năm t và năm $t-1$.

$GPPE_{it}$: Tài sản cố định gộp vào cuối năm t .

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$: Tham số của mỗi công ty.

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

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

trong đó:

ACC_{it} : Dồn tích thực tế của công ty i trong năm t .

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$: Kết quả ước lượng của $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ sử dụng hồi quy OLS.

Biến kiểm soát (CONTROLS):

Chúng tôi xác định một tập hợp các biến được sử dụng để kiểm soát các hiệu ứng khác được xác định bởi các nghiên cứu trước đây (Andriopoulos & Yang, 2015). Để kiểm soát mô hình, chúng tôi sử dụng 2 nhóm biến kiểm soát sau đây:

- *Các biến nội tại của công ty mục tiêu (firm-level)* (được thu thập từ báo cáo tài chính vào năm tài chính gần nhất kết thúc trước thời điểm xảy ra

thương vụ) gồm:

SIZE, Quy mô công ty, được xác định bằng cách lấy logarithm tự nhiên của Tổng tài sản.

LEVERAGE, Đòn bẩy tài chính, được xác định bằng cách lấy Tổng nợ/ tổng tài sản.

Q, Hệ số Tobin's Q, được xác định bằng cách lấy (Giá trị thị trường của vốn cổ phần + Giá trị thị trường của nợ)/(Giá trị sổ sách của vốn cổ phần + Giá trị sổ sách của nợ).

SALESGROWTH, Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu.

- *Các biến đặc điểm của thương vụ (deal-specific)* gồm:

RELATED, biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu công ty mục tiêu và công ty thu tóm hoạt động trong cùng một lĩnh vực, và nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại.

CASH, biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu thương vụ được thanh toán bằng tiền mặt, và nhận giá trị 0 cho các trường hợp còn lại.

TOEHOLD, biến liên tục, phản ánh phần trăm vốn cổ phần mà công ty thu tóm có sở hữu trong công ty mục tiêu tại thời điểm thông báo thương vụ.

Để hạn chế ảnh hưởng của những quan sát ngoại vi (*outliers*), chúng tôi biến đổi (*winsorizing*) các quan sát của các biến ở phân vị 1% và phân vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến liên tục. Winsorizing là thủ tục thay thế các giá trị cực đoan với các giá trị của các quan sát tại ngoại vi, từ đó giảm ảnh hưởng của những giá trị cực đoan lên các kết quả thống kê.

Mô hình (1) cũng bao gồm ảnh hưởng cố định ngành (γ_j) và ảnh hưởng cố định năm (δ_t) nhằm kiểm soát tác động chi phối của ngành và năm lên ảnh hưởng của quản trị công ty đến chính sách phân phối cổ tức. Ngoài ra, sai số chuẩn cũng đã được điều chỉnh (*robust standard errors*) để giải quyết hiện tượng phương sai không đồng nhất và được ước lượng theo ngành để giải quyết vấn đề tự tương quan.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả các biến theo khu vực thu tóm. Đối với nhóm các biến nội tại của công ty mục tiêu, kết quả nghiên cứu cho thấy trong các thương vụ mua lại xuyên biên giới thì tỷ lệ tăng trưởng doanh thu trung bình là 36% với tỷ

Bảng 1: Kết quả thống kê mô tả các biến

Biến	M&A xuyên biên giới				M&A nội địa				Kiểm định chênh lệch (t-ratio)
	Số quan sát	Giá trị trung bình	Giá trị trung vị	Độ lệch chuẩn	Số quan sát	Giá trị trung bình	Giá trị trung vị	Độ lệch chuẩn	
<i>SIZE</i>	59	26.76	26.76	1.76	420	27.00	26.85	1.51	1.15
<i>SALESGROWTH</i>	56	0.36	0.15	1.07	408	0.34	0.15	1.44	-0.09
<i>LEVERAGE</i>	59	0.46	0.46	0.25	419	0.50	0.50	0.26	1.17
<i>Q</i>	40	0.03	0.02	0.33	303	0.07	0.00	0.41	0.50
<i>RELATED</i>	61	0.05	0.00	0.22	424	0.06	0.00	0.24	0.43
<i>CASH</i>	61	0.41	0.00	0.50	424	0.38	0.00	0.48	-0.52
<i>TOEHOLD</i>	61	0.05	0.05	0.02	424	0.14	0.05	0.11	1.64

Nguồn: Tính toán của tác giả.

lệ nợ trung bình đạt 46%. Trong khi đó, các công ty mục tiêu trong các thương vụ M&A nội địa có tăng trưởng doanh thu trung bình đạt 34% với tỷ lệ nợ trung bình đạt 50%. Đặc biệt, nghiên cứu không nhận thấy có sự khác biệt nào giữa các công ty mục tiêu trong nhóm M&A nội địa và xuyên biên giới xét ở khía cạnh đặc điểm tài chính.

Về phương diện các đặc điểm thương vụ, các thương vụ mua lại xuyên biên giới có tỷ lệ sở hữu vốn cổ phần tại công ty mục tiêu trước khi có thông báo thương vụ là 5%, tỷ lệ thu tóm cùng ngành trung bình là 5%, và tỷ lệ thanh toán bằng tiền mặt

trung bình là 41%. Trong khi đó, các thương vụ M&A nội địa có tỷ lệ thanh toán bằng tiền mặt trung bình là 38% và tỷ lệ thu tóm cùng ngành trung bình là 6% nhưng tỷ lệ sở hữu mà công ty thu tóm hiện có tại công ty mục tiêu lên đến 14%. Tương tự, nghiên cứu không nhận thấy có sự khác biệt nào giữa nhóm M&A nội địa và xuyên biên giới xét ở khía cạnh đặc điểm thương vụ.

Trong Bảng 2, chúng tôi báo cáo thống kê mô tả sự khác biệt về đặc điểm của các thương vụ mua lại theo hai nhóm, nhóm công ty mục tiêu có quản trị lợi nhuận cao và nhóm có hành vi điều chỉnh lợi

Bảng 2: Đặc điểm của các thương vụ theo từng nhóm quản trị lợi nhuận

Biến	Nhóm quản trị lợi nhuận cao				Nhóm quản trị lợi nhuận thấp				Kiểm định chênh lệch (t-ratio)
	Số quan sát	Giá trị trung bình	Giá trị trung vị	Độ lệch chuẩn	Số quan sát	Giá trị trung bình	Giá trị trung vị	Độ lệch chuẩn	
<i>SIZE</i>	172	27.02	27.04	1.27	173	27.34	27.21	1.75	1.99**
<i>SALESGROWTH</i>	172	0.35	0.18	0.76	170	0.22	0.15	0.48	-1.89*
<i>LEVERAGE</i>	172	0.45	0.49	0.22	173	0.49	0.49	0.23	1.47
<i>Q</i>	171	0.08	0.00	0.44	173	0.04	0.00	0.34	-0.98
<i>CROSS-BORDER</i>	171	0.12	0.00	0.33	173	0.11	0.00	0.31	-0.37
<i>RELATED</i>	172	0.06	0.00	0.23	173	0.06	0.00	0.23	-0.01
<i>CASH</i>	172	0.41	0.00	0.49	173	0.42	0.00	0.49	0.06
<i>TOEHOLD</i>	172	0.11	0.05	0.08	173	0.08	0.05	0.04	-1.12

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

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 3: Quản trị lợi nhuận giữa 2 khu vực M&A

Quản trị lợi nhuận (EM)	M&A Xuyên biên giới				M&A Nội địa				Kiểm định chênh lệch (t-ratio)
	Số quan sát	Giá trị trung bình	Giá trị trung vị	Độ lệch chuẩn	Số quan sát	Giá trị trung bình	Giá trị trung vị	Độ lệch chuẩn	
Trước khi thông báo thương vụ (Pre-bid)	40	0.097	0.089	0.085	304	0.150	0.079	0.292	1.14
Sau khi thương vụ hoàn thành (Post-bid)	44	0.330	0.057	1.051	286	0.126	0.066	0.198	-2.98***

Ghi chú: Ký hiệu *** chỉ mức ý nghĩa 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

nhuận thấp.⁵ Kết quả cho thấy các công ty mục tiêu ở nhóm quản trị lợi nhuận thấp có quy mô lớn hơn so với nhóm còn lại. Tuy nhiên, tỷ lệ tăng trưởng doanh thu trung bình của nhóm quản trị lợi nhuận cao đạt thấp hơn so với nhóm quản trị lợi nhuận thấp. Ngoài ra, kết quả từ nghiên cứu không nhận thấy có sự khác biệt có ý nghĩa thống kê về tỷ lệ nợ,

hệ số Tobin's Q, tỷ lệ thu mua cùng ngành, và tỷ lệ thanh toán tiền mặt giữa nhóm công ty mục tiêu có quản trị lợi nhuận cao và nhóm có quản trị lợi nhuận thấp.

4.2. Sự khác biệt về quản trị lợi nhuận giữa 2 khu vực M&A

Bảng 3 mô tả sự khác biệt về quản trị lợi nhuận

Bảng 4: Quản trị lợi nhuận và quyết định lựa chọn khu vực M&A

Biến	Quyết định lựa chọn khu vực M&A		
	(1)	(2)	(3)
<i>EM</i>	-0.067** (-2.22)	-0.059* (-1.95)	-0.064** (-2.08)
<i>SIZE</i>		0.000 (0.06)	0.001 (0.12)
<i>SALESGROWTH</i>		-0.024 (-1.31)	-0.022 (-1.19)
<i>LEVERAGE</i>		-0.149 (-1.57)	-0.157 (-1.63)
<i>Q</i>		-0.043 (-1.12)	-0.039 (-0.99)
<i>RELATED</i>			0.004 (0.06)
<i>CASH</i>			0.032 (0.84)
<i>TOEHOLD</i>			-0.003*** (-2.57)
<i>Constant</i>	0.259* (1.67)	0.313 (0.75)	0.267 (0.63)
<i>Hiệu ứng Ngành, Năm</i>	IY	IY	IY
<i>Adj.R²</i>	0.03	0.04	0.05
<i>Số quan sát</i>	343	339	339

Ghi chú: Ký hiệu ***, ** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%. Các mô hình ở trên đã bao gồm ảnh hưởng cố định ngành (γ_i) và ảnh hưởng cố định năm (δ_t) nhằm kiểm soát tác động chi phối của ngành (I) và năm (Y) đối với ảnh hưởng của QTLN đến sự lựa chọn khu vực M&A.

của công ty mục tiêu phân theo khu vực M&A giai đoạn trước và sau khi thương vụ được hoàn thành. Kết quả cho thấy trong giai đoạn trước khi thương vụ được thông báo (*Pre-bid period*)⁶, không có sự khác biệt trong quản trị lợi nhuận giữa hai nhóm thương vụ M&A. Tuy nhiên, trong giai đoạn sau khi thương vụ được hoàn thành (*Post-bid period*), các công ty mục tiêu trong những thương vụ xuyên biên giới có hành vi điều chỉnh lợi nhuận lớn hơn so với nhóm công ty trong thương vụ nội địa. Kết quả này cung cấp một bằng chứng khá thú vị, theo đó, sau khi công ty mục tiêu ở Việt Nam được mua lại bởi các đối tác từ nước ngoài, trong năm đầu tiên sau khi “kết hợp”, các công ty mục tiêu này lại có nhiều hành vi điều chỉnh lợi nhuận so với các công ty mục tiêu nội địa. Kết quả này phù hợp với thực tế môi trường thể chế yếu và cơ chế quản trị kém ở các nước tiếp nhận đầu tư (trong mẫu nghiên cứu này là Việt Nam). Nói cách khác, các công ty đầu tư nước ngoài có vẻ như đã dựa trên sự quản lý lỏng lẻo về cơ chế quản trị của các công ty Việt Nam để thao túng báo cáo tài chính và điều chỉnh lợi nhuận.

4.3. Quản trị lợi nhuận và quyết định lựa chọn khu vực M&A

Chúng tôi tiếp tục trả lời câu hỏi nghiên cứu, phải chăng đã có hành vi điều chỉnh lợi nhuận tại thời điểm thông báo thương vụ của các công ty mục tiêu, và phải chăng những công ty được mua lại xuyên biên giới sẽ ít có xu hướng điều chỉnh lợi nhuận? Trong Bảng 4, chúng tôi thực hiện hồi quy Probit để xem xét mối tương quan giữa quản trị lợi nhuận của công ty mục tiêu và việc lựa chọn khu vực M&A của công ty đầu tư. Kết quả hồi quy cho thấy biến EM có mối tương quan ngược chiều và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% đối với biến CROSS-BORDER. Điều này có nghĩa rằng các công ty đầu tư nước ngoài có xu hướng mua lại các công ty mục tiêu có ít quản trị lợi nhuận, và kết quả này phù hợp với giả thuyết cơ sở của chúng tôi. Nguyên nhân có thể là các công ty đầu tư nước ngoài khá thận trọng trong việc lựa chọn các công ty mục tiêu để có thể thâm nhập thị trường mới một cách ít rủi ro nhất; trong khi đó, các công ty đầu tư nội địa do có lợi thế về thị trường và thông tin nên có thể sẵn sàng chấp nhận các đối tác có quản trị lợi nhuận cao.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của quản trị lợi

nhuận đến việc lựa chọn khu vực mua lại (nội địa hoặc xuyên biên giới). Sử dụng một mẫu toàn diện các thương vụ tại Việt Nam, trong giai đoạn 2005-2018, kết quả nghiên cứu xác nhận các công ty đầu tư nước ngoài có xu hướng lựa chọn các công ty mục tiêu Việt Nam ít có quản trị lợi nhuận để giảm thiểu rủi ro thâm nhập thị trường. Kết quả này khẳng định quản trị lợi nhuận ảnh hưởng mạnh đến quá trình lập kế hoạch và ra quyết định M&A của công ty đầu tư.

Về mặt lý thuyết, kết quả nghiên cứu của bài báo đã cung cấp minh chứng xác nhận ảnh hưởng của vấn đề quản trị lợi nhuận của các công ty mục tiêu đối với quyết định lựa chọn khu vực M&A của các công ty đầu tư. Thông qua đánh giá vấn đề quản trị lợi nhuận của công ty mục tiêu, nghiên cứu đã bổ sung bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa môi trường thông tin công ty và quá trình tái cấu trúc công ty, cung cấp thêm một bằng chứng mới về vai trò của sự minh bạch hóa môi trường thông tin của công ty đối với quá trình ra quyết định đầu tư của các doanh nghiệp.

Về mặt thực tiễn, nghiên cứu này là công trình đầu tiên khảo sát ảnh hưởng của một trong những đặc điểm của môi trường thông tin công ty, quản trị lợi nhuận trong thị trường M&A Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cung cấp một số hàm ý chính sách quan trọng.

Thứ nhất, trong các thương vụ M&A, không phân biệt mua lại nội địa hay mua lại xuyên biên giới, đều xuất hiện quản trị lợi nhuận. Do đó, việc nghiên cứu ảnh hưởng của quản trị lợi nhuận sẽ giúp các công ty đầu tư lựa chọn các đối tác đầu tư chiến lược phù hợp. Các cổ đông lớn và hội đồng quản trị cũng có thể có những chính sách và hành động phù hợp nhằm kiểm soát quản trị lợi nhuận của ban điều hành công ty. Nếu làm tốt điều này, có thể nâng cao chất lượng thông tin công bố ra bên ngoài, đảm bảo môi trường thông tin ngày càng minh bạch, từ đó góp phần thúc đẩy sự phát triển của thị trường M&A Việt Nam. Mặt khác, quản trị lợi nhuận ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí bỏ ra của các công ty đầu tư, do đó tác động đến khả năng thành công của một thương vụ M&A. Bởi vậy, các nhà quản trị công ty mục tiêu cần cân nhắc trong quản trị lợi nhuận để có thể gia tăng chất lượng thông tin công bố ra bên ngoài, từ đó có thể giúp minh bạch hóa thông tin của

công ty, thu hút các nhà đầu tư trong và ngoài nước mua cổ phiếu công ty.

Thứ hai, kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng về quản trị lợi nhuận ở thị trường M&A Việt Nam, và khuyến nghị các nhà hoạch định chính sách cần xây dựng cơ chế quản trị công ty và cơ chế giám sát công bố thông tin. Nếu thông tin công bố sai lệch quá nhiều so với thực tế (thể hiện qua quản trị lợi

nhuận), điều này sẽ gây ra sự biến động giá cổ phiếu trên thị trường, ảnh hưởng đến vai trò và chức năng của thị trường chứng khoán cũng như quyền lợi của nhà đầu tư.

Thứ ba, đối với các nhà đầu tư, cần xem xét thận trọng trong việc lựa chọn cổ phiếu mục tiêu, đặc biệt cần dựa trên sự minh bạch thông tin của các công ty mục tiêu.

Ghi chú:

1. <https://baodautu.vn/dien-dan-ma-viet-nam-nam-2018-buoc-ngoat-moi-ky-nguyen-moi-d85195.html>
2. Quyết định lựa chọn khu vực thu tóm (*Acquisition location choice*) là bộ phận quan trọng trong toàn bộ quy trình xây dựng chiến lược tái cấu trúc của các công ty thu tóm. Họ có thể lựa chọn thu tóm nội địa (thu tóm công ty mục tiêu trong cùng một quốc gia) hoặc thu tóm xuyên biên giới (thu tóm công ty mục tiêu ở quốc gia khác).
3. Nghiên cứu của Barth & cộng sự (2013) nhận thấy rằng những công ty ít có bất cân xứng trong công bố thông tin thu nhập sẽ có chi phí vốn thấp hơn và phản ánh chính xác hơn giá trị công ty.
4. Lý thuyết thông tin bất đối xứng (*Asymmetric Information theory*) cho rằng mức độ minh bạch thông tin khác nhau đáng kể giữa các công ty là do sự khác biệt về môi trường thông tin. Chính vì vậy, các công ty trong thương vụ M&A có thể có mức độ thông tin bất đối xứng khác nhau (Healy & Palepu, 2001). Các công ty thu tóm nước ngoài sẽ gặp bất lợi về thông tin so với các công ty thu tóm nội địa (Zhu & cộng sự, 2011), và do đó sẽ tìm kiếm các cơ hội đầu tư ít rủi ro hơn.
5. Chúng tôi định nghĩa nhóm công ty có quản trị lợi nhuận cao (thấp) là nhóm công ty mà trong đó giá trị EM của mỗi công ty lớn (nhỏ) hơn giá trị trung vị (Median) của mẫu nghiên cứu trong năm t-1 trước thời điểm thông báo thương vụ.
6. Chúng tôi sử dụng năm t-1 để biểu thị giai đoạn tiền mua lại, và năm t+1 cho giai đoạn hậu mua lại.

Tài liệu tham khảo:

- Andriosopoulos, D., & Yang, S. (2015), 'The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom', *Journal of Banking & Finance*, 50, 547-561.
- Balsvik, R., Stefanie, A., Haller, S.S. (2010), 'Picking "Lemons" or Picking "Cherries"? Domestic and Foreign Acquisitions in Norwegian Manufacturing', *Scandinavian Journal of Economics*, 112 (2), 361-387.
- Barth, M.E., Konchitchki, Y., Landsman, W., R. (2013), 'Cost of Capital and Earnings Transparency', *Journal of Accounting and Economics*, 55 (2-3), 206-24.
- Bekaert, G., & C.R. Harvey. (2000), 'Foreign speculators and emerging equity markets', *Journal of Finance*, 55, 565-613.
- Bertrand, O., Zitouna, H. (2008), 'Domestic versus cross-border acquisitions: which impact on the target firms' performance?', *Applied Economics*, 40, 2221-2238.
- Betton, S., Eckbo, B., Thorburn, K. (2008), 'Markup pricing revisited', Tuck school of business working paper No. 2008-45. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1094946>.
- Botsaria, A. & Meeks, G. (2018), 'Acquirers' earnings management ahead of stock-for-stock bids in 'hot' and 'cold' markets', *Journal of Accounting and Public Policy*, 37, 355-375.
- Chemmanur, T. J., Paeglis, I. & Simonyan, K. (2009), 'The medium of exchange in acquisitions: Does the private information of both acquirer and target matter?', *Journal of Corporate Finance*, 15, 523-542.

- Chen, S.-F. (2008), 'The motives for international acquisitions: capability procurements, strategic considerations, and the role of ownership structures', *Journal of International Business Studies*, 39 (3), 454-471.
- Conn, R.L., Cosh, A., Guest, P.M., Hughes, A. (2005), 'The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions', *Journal of Business Finance & Accounting*, 32, 815-870.
- Erickson, M., Wang, S.W. (1999), 'Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers', *Journal of Accounting and Economics*, 27(2), 149-176.
- Fukao, K., Ito, K., Kwon, H.U., Takiza, M. (2006), 'Cross-Border Acquisitions and Target Firms' Performance: Evidence From Japanese Firm-Level Data', NBER Working Paper, 12422.
- George, J. J., Xu, D., Yao, T. (2009), 'The Information Content of Idiosyncratic Volatility', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(1), 1-28.
- Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2001), 'Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature', *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.
- Hennart, J.F., Reddy, S. (1997), 'The Choice between Mergers/Acquisitions and Joint Ventures: The Case of Japanese Investors in the United States', *Strategic Management Journal*, 18, 1-12.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M.C. (2004), 'The Agency Cost of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance', *European Financial Management*, 10, 549-565.
- Louis, H. (2004), 'Earnings management and the market performance of acquiring firms', *Journal of Financial Economics*, 74 (1), 121-148.
- McGee, R. (2009), 'An Overview of Corporate Governance Practices in Vietnam', *Corporate Governance in Developing Economies*, 235-238.
- Moeller, S.B., & Schlingemann, F.P. (2005), 'Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions', *Journal of Banking & Finance*, 29, 533-564.
- Pham, N., Oh, K.B., Pech, R. (2015), 'Mergers and acquisitions: CEO duality, operating performance and stock returns in Vietnam', *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, Part A, 298-316.
- Safieddine, A., Titman, S. (1999), 'Leverage and Corporate Performance: Evidence from Unsuccessful Takeovers', *Journal of Finance*, 54, 547-580.
- Schwert, G.W. (1996), 'Markup pricing in mergers and acquisitions', *Journal of Financial Economics*, 41, 153-192.
- Shivakumar, L. (2000), 'Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings?', *Journal of Accounting and Economics*, 29 (3), 339-371
- Zhu, P.C, Jog, V., & Otchere, I. (2011), 'Partial acquisitions in emerging markets: A test of the strategic market entry and corporate control hypotheses', *Journal of Corporate Finance*, 17, 288-305.