

Ảnh hưởng của môi trường thể chế quốc gia đến lựa chọn hình thức mua lại

ĐẶNG HỮU MẪN
LÊ THÙY DUNG

Bài viết sử dụng một mẫu gồm tất cả các thương vụ sáp nhập và mua lại tại 8 quốc gia Đông Á và Đông Nam Á, trong giai đoạn từ năm 2000 đến năm 2013, khảo sát ảnh hưởng của các nhân tố thể chế và điều kiện kinh tế ở cấp độ quốc gia đến quá trình ra quyết định hình thức mua lại (mua lại nội địa và mua lại xuyên biên giới) của các công ty đầu tư, đưa ra hàm ý chính sách cho các nhà đầu tư và các nhà hoạch định chính sách liên quan đến hoạt động sáp nhập và mua lại tại thị trường Đông Á và Đông Nam Á.

Từ khóa: công ty mục tiêu, công ty đầu tư, sáp nhập và mua lại nội địa, sáp nhập và mua lại xuyên biên giới, hồi quy logistic, thị trường nhân tố không hoàn hảo.

1. Giới thiệu

Mua lại nội địa là hình thức mà công ty đầu tư và công ty mục tiêu đều cùng một quốc gia. Mua lại xuyên biên giới là hình thức mà công ty đầu tư đến từ một quốc gia khác quốc gia công ty mục tiêu. Thông qua việc xem xét các nhân tố chất lượng điều hành của chính phủ, mức độ bảo vệ nhà đầu tư, mức độ tự do di chuyển vốn, thuế thu nhập doanh nghiệp và tỷ giá hối đoái, mục tiêu chính của nghiên cứu là nghiên cứu tác động của các nhân tố cấp quốc gia đến quyết định lựa chọn hình thức mua lại của các công ty đầu tư trong bối cảnh của 8 nền kinh tế Đông Á và Đông Nam Á. Hiện tại, đa phần các nghiên cứu chỉ tập trung tìm hiểu động cơ của việc lựa chọn hình thức mua lại, chưa làm rõ sự khác nhau giữa đặc điểm của quốc gia mục tiêu và quốc gia đầu tư có ảnh hưởng như thế nào đối với việc ra quyết định lựa chọn hình thức mua lại - mua lại xuyên biên giới hay mua lại nội địa.

Việc tập trung vào các biến ở cấp độ quốc gia chính là sự khác biệt của nghiên cứu này so với các nghiên cứu hiện tại. Thứ nhất, nghiên cứu này sử dụng chỉ số tổng hợp (gồm 6 nhân tố) do Kaufmann và cộng sự (2009) đề xuất là biến đại diện cho chỉ số chất lượng

của chính phủ để điều tra xem liệu có sự liên quan đáng kể giữa chất lượng của chính phủ và lựa chọn hình thức mua lại hay không. Thứ hai, nghiên cứu này cho thấy sự khác biệt trong các chế độ bảo vệ nhà đầu tư giữa quốc gia mục tiêu và quốc gia đầu tư ảnh hưởng như thế nào đến việc lựa chọn hình thức mua lại. Thứ ba, nghiên cứu này trực tiếp kiểm tra những hàm ý của sự khác biệt về độ mở nền kinh tế giữa quốc gia mục tiêu và quốc gia đầu tư tác động đến việc lựa chọn hình thức đầu tư của các công ty đầu tư. Thứ tư, nghiên cứu này kiểm tra lại tác động của tỷ giá đến việc lựa chọn hình thức mua lại.

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Các nghiên cứu trước đã chỉ ra rằng: sự khác biệt về chất lượng của chính phủ có ảnh hưởng đáng kể đến dòng chảy của FDI đến các nước đang phát triển và thị trường mới nổi (Gastanaga và cộng sự, 1998; Campos và Kinoshita, 2003; Alfaro và cộng sự, 2005;

Đặng Hữu Mẫn, TS., Trường đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng; Lê Thùy Dung, ThS., Trường đại học Kinh tế Nghệ An.

* Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ Phát triển khoa học và công nghệ - Đại học Đà Nẵng trong đề tài mã số B2017-ĐN04-03.

Masron và Abdullah, 2010; Buchanan và cộng sự, 2012; Singh, 2012). Theo cơ sở lý thuyết về tài chính, các nghiên cứu hiện tại cũng chỉ ra mối quan hệ giữa chất lượng của luật pháp và các quy định đến các hoạt động sáp nhập và mua lại. Tuy nhiên, các nghiên cứu hiện nay tập trung vào bản chất của luật pháp và các quy định nhiều hơn so với việc đo lường một chỉ số phản ánh chất lượng của chính phủ¹. Xem xét trên khía cạnh sự khác biệt ở cấp quốc gia cho thấy ở các quốc gia có chất lượng chính phủ tương đối yếu (biểu hiện ở việc gia tăng tham nhũng hoặc lợi ích cá nhân tại các công ty mục tiêu) sẽ ảnh hưởng đến quá trình mua lại và thực thi quyết định mua lại, đồng thời tăng cơ hội cho các công ty đầu tư. Hur và cộng sự (2011) và Singh (2012) cho thấy, ở các quốc gia mục tiêu có chất lượng thể chế kém và đặc biệt là sự có mặt của tham nhũng và quản trị kém thường xuất hiện các thương vụ mua lại.

Xét trên khía cạnh bảo vệ cổ đông, các nghiên cứu mang tính đột phá của La Porta và cộng sự (1997, 1998, 2000, và 2002) và Djankov và cộng sự (2008), các nghiên cứu hiện tại đã mở rộng và cố gắng xem xét tác động của các cơ chế bảo vệ nhà đầu tư ở các quốc gia khác nhau đối với người tham gia thị trường vốn nói chung và về các quy trình ra quyết định của công ty nói riêng. Rossi và Volpin (2004) và Alexandridis và cộng sự (2010) nhận thấy khuynh hướng mua lại xuyên biên giới có mối tương quan tiêu cực đối với mức độ bảo vệ nhà đầu tư ở quốc gia mục tiêu. Điều này có nghĩa là các công ty ở các quốc gia có bảo vệ nhà đầu tư thấp, nhiều khả năng sẽ trở thành mục tiêu của các thương vụ sáp nhập xuyên biên giới hơn so với khả năng trở thành mục tiêu của các thương vụ nội địa. Tuy nhiên, hiện rất ít công trình nghiên cứu được thực hiện liên quan đến hiệu quả của các cơ chế bảo vệ nhà đầu tư đối với các hình thức mua lại (Bris và Cabolis, 2008; Anderson và cộng sự, 2009; Marshall và Anderson, 2009).

Mặt khác, xét ở khía cạnh sự linh hoạt kinh tế, nhiều nghiên cứu trước đây cho thấy

độ mở nền kinh tế ở nước sở tại ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các tập đoàn đa quốc gia (Hymer, 1976; Agmon và Lessard, 1977; Errunza và Senbet, 1981; Adler và Dumas, 1983; Doukas và Travlos, 1988). Kiyamaz và Mukherjee (2000) và Kiyamaz (2004) nghiên cứu hoạt động mua lại xuyên biên giới của những công ty Hoa Kỳ tại các quốc gia khác và nhận thấy rằng, việc đa dạng hóa thông qua hoạt động mua lại xuyên biên giới tạo ra lợi nhuận cho các công ty, nhưng phụ thuộc vào sự tương quan ngược chiều về kinh tế giữa quốc gia đầu tư và quốc gia mục tiêu. Barbopoulos và cộng sự (2012) sử dụng chỉ số kiểm soát vốn được phát triển bởi Gwartney và cộng sự (2010) để đo lường mức độ kiểm soát sự di chuyển vốn tại các quốc gia mục tiêu, chỉ ra rằng giá trị tài sản của công ty đầu tư có thể tăng thêm khi mua lại công ty tại các thị trường có sự hạn chế lớn về di chuyển vốn hoặc kiểm soát vốn chặt chẽ. Tuy nhiên, hàm ý về sự khác biệt của độ mở nền kinh tế giữa quốc gia đầu tư và quốc gia mục tiêu về các hình thức mua lại chưa được đề cập trong các nghiên cứu hiện có. Có thể dự kiến rằng các công ty đầu tư nước ngoài hoạt động tại các quốc gia có kiểm soát vốn bị hạn chế sẽ được hưởng lợi từ nguồn vốn sẵn có. Nói cách khác, các công ty đầu tư có xu hướng mua lại qua biên giới nếu khả năng di chuyển vốn tại các quốc gia mục tiêu bị hạn chế mạnh hơn so với các quốc gia đầu tư.

Nhiều nghiên cứu cũng đã tiến hành xem xét mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và mức thuế doanh nghiệp. Scholes và Wolfson (1990) và Manzon và cộng sự (1994) nhận thấy rằng, sự khác biệt trong hệ thống thuế giữa hai quốc gia là động cơ mạnh mẽ cho việc thực hiện các giao dịch qua biên giới. Huizinga và Nicodème (2006) cho thấy, các khoản thuế cao ở nước sở tại có xu hướng gia

1. Theo Kaufmann và cộng sự (2009), chất lượng chính phủ cần được xem xét theo 6 khía cạnh của quản trị: pháp quyền, chất lượng pháp luật, ổn định chính trị và không có bạo lực, hiệu quả của chính phủ, tiếng nói và trách nhiệm giải trình, kiểm soát tham nhũng.

tăng hoạt động mua bán xuyên biên giới. Huizinga và Voget (2009) cũng ghi nhận rằng, những nước có mức thuế thấp sẽ có xu hướng thu hút các nhà thầu nước ngoài thông qua việc mua bán xuyên biên giới.

Bên cạnh đó, một số nghiên cứu lại xác nhận có mối tương quan đáng kể giữa tỷ giá và mua lại xuyên biên giới. Cụ thể, các tác giả giải thích rằng việc giảm giá trị của đồng tiền của quốc gia mục tiêu càng cao thì cơ hội để mua lại tài sản của công ty mục tiêu với giá rẻ càng lớn.

Từ những thảo luận trên, chúng tôi đề xuất các giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết H1: khả năng hoàn thành thương vụ mua lại xuyên biên giới cao hơn so với mua lại nội địa tại các quốc gia mục tiêu có chất lượng chính phủ thấp hơn, bảo vệ nhà đầu tư yếu hơn, hạn chế mạnh mẽ hơn về di chuyển vốn, thuế thu nhập doanh nghiệp thấp hơn và sự giảm giá tiền tệ nhiều hơn.

Giả thiết H2: các công ty thầu tóm thường cố gắng mua lại qua biên giới thay vì mua lại trong nước nếu các quốc gia mục tiêu có chất lượng chính phủ thấp hơn, bảo vệ nhà đầu tư yếu hơn, hạn chế mạnh mẽ hơn về di chuyển vốn, thuế thu nhập doanh nghiệp thấp và sự giảm giá tiền tệ nhiều hơn so với quốc gia thầu tóm.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Trong nghiên cứu này, thông tin liên quan đến ngày công bố mua lại và các yếu tố thầu tóm cụ thể đã được lấy từ cơ sở dữ liệu SDC Platinum. Ngoài ra, để đảm bảo mẫu thu thập các giao dịch kiểm soát, nghiên cứu chỉ tập trung vào việc mua lại khối lượng lớn (giao dịch kiểm soát), trong đó công ty thầu tóm sở hữu dưới 50% cổ phiếu của công ty mục tiêu trước khi giao dịch và hơn 50 % cổ phiếu sau khi giao dịch. Để tránh những ảnh hưởng tiềm ẩn của các giao dịch rất nhỏ, mẫu này chỉ bao gồm các hợp đồng với giá trị ít nhất là 1 triệu USD. Hơn nữa, các công ty mục tiêu được yêu cầu phải là các công ty được niêm yết công khai, và dữ liệu

về giá cổ phiếu cũng như dữ liệu tài chính có sẵn trong DataStream, Thomson Reuters Worldscope hoặc cơ sở dữ liệu Bureau Van Dijk Electronic Publishing Mint Global. Để loại bỏ vấn đề lựa chọn sai lệch mẫu, mẫu lựa chọn vẫn bao gồm các công ty đã phá sản, bỏ niêm yết và bị đình chỉ kinh doanh trong và sau ngày thông báo mua lại. Hơn nữa, các hợp đồng liên quan đến các công ty tài chính và bất động sản bị loại trừ, bởi vì các công ty này hoạt động theo các hệ thống quy định khác nhau và có định dạng báo cáo tài chính so với các công ty phi tài chính. Ngoài ra, các thông tin được sử dụng để đại diện cho các đặc điểm cụ thể của quốc gia và đặc điểm mối quan hệ giữa quốc gia thầu tóm và quốc gia mục tiêu đã được lấy từ cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Thế giới, Báo cáo hàng năm về tự do kinh tế của thế giới, KPMG và từ các bộ dữ liệu sử dụng trong các nghiên cứu xuyên quốc gia của Djankov và cộng sự (2008), Kaufmann và cộng sự (2009), và Gwartney và cộng sự (2010).

Sau khi loại bỏ các quan sát đáp ứng các các yêu cầu trên, mẫu cuối cùng bao gồm 469 công ty mục tiêu tham gia vào các thương vụ mua lại nội địa và 162 quan sát liên quan đến các công ty mục tiêu trong các thương vụ mua bán xuyên biên giới giai đoạn 2000-2013.

Bảng 1 cho thấy sự phân bố của mẫu theo quốc gia của các công ty mục tiêu tham gia vào các thương vụ mua lại nội địa và xuyên biên giới. Cụ thể, bảng 1 trình bày số liệu thống kê tóm tắt về số lượng và tổng giá trị theo đồng đô la Mỹ của mỗi quốc gia mục tiêu được xếp theo tổng số lượng giao dịch. Kết quả cho thấy các thương vụ nội địa lớn gấp khoảng 3 lần so với thương vụ xuyên biên giới. Điều này cho thấy các thương vụ nội địa nói chung hấp dẫn đối với các nhà đầu tư trong nước hơn so với các công ty nước ngoài. Không có gì ngạc nhiên khi sự thay đổi về số lượng giao dịch chủ yếu diễn ra ở 4 "con hổ Châu Á" là Hàn Quốc, Hồng Kông, Xingapo và Malaixia, đặc biệt là trong giai đoạn 2005-

2009. Hơn nữa, các công ty thầu tóm xuyên quốc gia thường sử dụng phương thức thanh toán bằng tiền trong giao dịch của họ so với các công ty thầu tóm nội địa. Các công ty thầu tóm này cũng tránh đa dạng hóa lĩnh vực kinh doanh bằng việc

mua lại các công ty mục tiêu có lĩnh vực hoạt động kinh doanh tương tự. Khoảng 90% và 86% giao dịch liên quan đến các công ty mục tiêu trong các thương vụ mua lại mang tính thân thiện nội địa và xuyên biên giới.

BẢNG 1: Đặc điểm các thương vụ mua lại tại các quốc gia Đông Á và Đông Nam Á giai đoạn 2000-2013

Quốc gia mục tiêu	Số lượng thương vụ	Giá trị thương vụ (triệu USD, theo giá hiện hành)	% sở hữu tại thời điểm mua lại (%)	Mua cùng ngành (%)	Mua bằng tiền mặt (%)	Mua lại kiểu "thù địch" (%)
Bảng A: Thương vụ nội địa						
Hàn Quốc	124	30.836,67	45,97	24,19	61,29	7,26
Hồng Kông	108	11.210,13	47,22	10,19	85,19	15,74
Malaixia	73	25.453,78	53,42	17,81	68,49	9,59
Xingapo	61	10.630,51	40,98	18,03	73,77	11,48
Thái Lan	40	15.270,86	47,50	22,50	67,50	12,50
Đài Loan	36	18.788,99	22,22	38,89	19,44	0,00
Indônêxia	16	1.868,79	06,25	43,75	81,25	18,75
Philippin	11	2.125,78	18,18	36,36	63,64	9,09
<i>Tổng</i>	<i>469</i>	<i>116.185,52</i>	<i>43,07</i>	<i>21,11</i>	<i>67,59</i>	<i>10,45</i>
Bảng B: Thương vụ xuyên quốc gia						
Xingapo	42	19.370,48	45,24	42,86	90,48	9,52
Hồng Kông	26	33.297,63	61,54	26,92	76,92	15,38
Hàn Quốc	21	1.094,84	52,38	52,38	71,43	4,76
Malaixia	21	3.510,86	52,38	38,10	76,19	23,81
Indônêxia	19	4.357,47	21,05	47,37	94,74	15,79
Thái Lan	14	2.649,72	57,14	42,86	92,86	28,57
Đài Loan	13	3.238,85	30,77	46,15	61,54	0,00
Philippin	6	586,48	50,00	33,33	66,67	16,67
<i>Tổng</i>	<i>162</i>	<i>68.106,34</i>	<i>46,91</i>	<i>41,36</i>	<i>81,48</i>	<i>13,58</i>

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Trong bài viết này, chúng tôi sử dụng mô hình hồi quy logistic để kiểm tra ảnh hưởng của các biến khác nhau trên hai nhóm mẫu: mua lại nội địa và mua lại xuyên biên giới. Mô hình logit ước tính như sau:

$$\text{Prob}(\text{CROSS-BORDER} = 1) = \alpha + \beta X + \gamma Z_i + \delta Z_b + \varepsilon (1)$$

Trong đó, biến phụ thuộc *CROSSBORDER* là biến nhị phân, nhận giá trị bằng 1 nếu là thương vụ mua lại xuyên biên giới và bằng 0 nếu là thương vụ mua lại nội địa.

Để kiểm tra sự khác biệt của đặc điểm quốc gia có ảnh hưởng đến hình thức mua lại hay không, mô hình hồi quy logistic được sử dụng và có dạng như sau:

$$\text{Prob}(\text{CROSS-BORDER} = 1) = \alpha + \beta X + \Phi(Z)_i + \varepsilon (2)$$

Trong công thức (1) và (2), X đại diện cho tập hợp các biến kiểm soát, bao gồm CASH, RELATED, COMLAW, tăng trưởng GDP (GDPGRT) và GNP bình quân đầu người (GDPCPT) của các quốc gia mục tiêu. Z_i (Z_b) đại diện cho các biến kiểm định cấp quốc gia, bao gồm GOVQUAL, INVPTRTT, ECOOPEN,

TAXEFT và FOREXEFT. (Z)₁₋₅ biểu thị cho sự khác biệt ròng giữa các quốc gia. Các chỉ số ₁₋₅ tương ứng biểu thị cho quốc gia mục tiêu và quốc gia đầu tằm. Thêm vào đó, trong tất cả các ước lượng, biến giả năm và biến giả ngành đều được đưa vào mô hình để kiểm soát ảnh hưởng cố định năm và ảnh hưởng cố định ngành.

Đặc điểm cụ thể của quốc gia được xác định như sau:

GOVQUAL: sử dụng chỉ số quản trị chính phủ của Kaufmann và cộng sự (2009) và được cập nhật từ chỉ số quản trị chính phủ toàn cầu (cơ sở dữ liệu Ngân hàng Thế giới), bài viết này sử dụng cách tiếp cận của Houqe và cộng sự (2012) để đo chất lượng của chính phủ. Theo đó, chỉ số chất lượng của chính phủ được tính như sau:

$$\text{GOVQUAL} = \text{RL} + \text{RQ} + \text{PS} + \text{GE} + \text{VA} + \text{CC} \quad (3)$$

Trong đó: RL là quy định của pháp luật, RQ là chất lượng quy định, PS là sự ổn định chính trị và không có bạo lực, GE là hiệu quả của chính phủ, VA là tiếng nói và trách nhiệm giải trình, CC là kiểm soát tham nhũng.

Theo Houqe và cộng sự (2012), phương trình (3) cho thấy, chỉ số chất lượng của chính phủ là một chỉ số kết hợp được lấy từ 6 chỉ tiêu của quản trị chính phủ, thay vì cả 6 điểm số chất lượng của chính phủ vào để đưa vào hồi quy. Theo cách này, hồi quy có thể tránh được nhiều vấn đề về đa cộng tuyến do có mối tương quan cao giữa các chỉ số về quản trị chính phủ.

INVTTECT: tương tự như trong các nghiên cứu khác, bài viết này sử dụng một chỉ tiêu quyền chống lại giám đốc do Djankov và cộng sự (2008) đề xuất để làm biến đại diện cho mức độ bảo vệ nhà đầu tư. Chỉ số này được tạo ra bằng cách cộng các yếu tố sau: (i) các cổ đông được phép gửi thư ủy quyền cho công ty; (ii) luật pháp không yêu cầu hoặc cho phép các công ty yêu cầu cổ đông phải gửi cổ phiếu trước cuộc họp cổ đông; (iii) các phiếu bầu tích lũy hoặc đại

diện theo tỷ lệ của các nhóm thiểu số trong hội đồng quản trị được cho phép, (iv) có cơ chế dân chủ, có nghĩa là các cổ đông thiểu số có thể phản bác lại nghị quyết của cổ đông lớn và hội đồng quản trị nếu điều đó là không công bằng, áp bức, hoặc lạm dụng; (v) tỷ lệ phần trăm vốn cổ phần tối thiểu để triệu tập ít hơn hoặc bằng 10%; (vi) các cổ đông có quyền ưu tiên hưởng cơ hội đầu tiên để mua các cổ phiếu mới. Chỉ số này có giá trị từ 0 đến 6.

ECOOPEN: để đo lường sự ảnh hưởng của mức độ tự do kinh tế của một nước đối với sự lựa chọn hình thức mua lại. Chúng tôi sử dụng chỉ số về kiểm soát vốn được báo cáo trong Tự do kinh tế thế giới (báo cáo thường niên từ năm 2000 đến năm 2013), đại diện cho độ mở về kinh tế. Chỉ số này dao động từ 1,4 (đối với nền kinh tế có độ mở ít nhất) đến 9,8 (đối với nền kinh tế có độ mở cao nhất).

TAXEFT: biến đại diện cho sự ảnh hưởng của thuế doanh nghiệp. Bài viết này sử dụng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp của các quốc gia trong mẫu trong giai đoạn nghiên cứu (Norbäck và cộng sự, 2009; Bhagat và cộng sự, 2011).

FOREXEFT: ảnh hưởng của tỷ giá được xây dựng bằng cách lấy tỷ giá hối đoái của quốc gia mục tiêu so với đồng tiền của quốc gia đầu tằm trong năm thông báo trừ đi tỷ giá hối đoái trung bình trong suốt thời gian nghiên cứu, chia cho tỷ giá hối đoái trung bình trong suốt giai đoạn nghiên cứu (Harris và Ravenscraft, 1991; Kiyamaz, 2004; Georgopoulos, 2008; Burns và Liebenberg, 2011 và Barbopoulos và cộng sự, 2012).

4. Kết quả và thảo luận

Bảng 2 thể hiện các nhân tố quyết định đến hình thức mua lại xuyên biên giới liên quan đến các giao dịch nội địa. Mô hình (1) nghiên cứu ảnh hưởng của chất lượng chính phủ ở quốc gia mục tiêu và quốc gia đầu tằm về lựa chọn hình thức mua lại của công ty đầu tằm. Hệ số của biến GOVQUAL_i cho

thấy, xác suất giao dịch hoàn thành là mua lại xuyên biên giới cao hơn ở các quốc gia mục tiêu có chất lượng chính phủ thấp hơn. Ngoài ra, kết quả cũng cho thấy, chất lượng chính phủ của các công ty thầu tóm càng tốt, xu hướng mua lại xuyên biên giới càng lớn (hệ số của biến $GOVQUAL_i$ là 0,329 và có ý nghĩa ở mức 1%).

Mô hình (2) kiểm tra tác động của cơ chế bảo vệ nhà đầu tư đối với các quyết định mua lại. Hệ số của biến $INVPROTECT_i$ (hệ số có giá trị -1,223 và $p < 0,01$) là âm và có ý nghĩa ở mức 1%, trong khi hệ số của biến $INVPROTECT_i$ (hệ số có giá trị 1,534 và $p < 0,01$) là dương và có ý nghĩa ở mức 1%. Các kết quả này xác nhận rằng những thương vụ mua lại xuyên biên giới có mối quan hệ ngược chiều (thuận chiều) với mức độ bảo vệ của nhà đầu tư tại quốc gia mục tiêu (quốc gia thầu tóm).

Mô hình (3) xem xét ảnh hưởng của độ mở của nền kinh tế đến hình thức mua lại. Hệ số beta của biến $ECOOPEN_i$ (hệ số có giá trị là -0,21 và $p < 0,10$) và biến $ECOOPEN_i$ (hệ số có giá trị là 0,386 và $p < 0,01$) cho thấy, khả năng hoàn thành thương vụ mua lại xuyên biên giới cao hơn so với nội địa nếu các công ty mục tiêu nằm ở những quốc gia có hạn chế mạnh hơn về lưu thông vốn và các đối tác thầu tóm của họ đến từ các quốc gia có nền kinh tế tự do hơn.

Mô hình (4) xem xét ảnh hưởng của thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp tại quốc gia mục tiêu và quốc gia thầu tóm đến hình thức mua lại. Hệ số của biến $TAXEFT_i$ (hệ số có giá trị là -31,044 và $p < 0,01$) cho thấy, khả năng xảy ra có thương vụ xuyên biên giới có mối tương quan âm với mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp ở quốc gia mục tiêu. Kết quả cũng cho thấy, mức thuế doanh nghiệp của quốc gia thầu tóm càng cao, xu hướng mua lại xuyên biên giới càng cao (biến $TAXEFT_i$ có giá trị dương 24,062 và $p < 0,1$).

Mô hình (5) trong bảng 2 cho thấy, tác động của tỷ giá giữa hai đồng tiền đến hình thức mua lại không có ý nghĩa thống kê.

Thật vậy, biến $FOREXEFT$ không có mức ý nghĩa thống kê thậm chí tại mức 10%.

Mô hình (6) mô tả ảnh hưởng của tất cả các nhân tố ở cấp độ quốc gia đến hình thức mua lại. Kết quả một lần nữa khẳng định rằng dấu của các hệ số tương đồng với các kết quả được trình bày từ mô hình (1) đến mô hình (5). Các kết quả này là bằng chứng ủng hộ cho giả thuyết H1. Theo đó, khả năng hoàn thành thương vụ xuyên biên giới lớn hơn so với các thương vụ nội địa nếu các công ty mục tiêu nằm ở những quốc gia có chất lượng quản trị chính phủ kém hơn và mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp thấp hơn.

Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy sự tương quan mạnh mẽ giữa các đặc điểm của quốc gia thầu tóm và khả năng mua lại xuyên biên giới. Theo đó, khả năng xảy ra nhiều thương vụ mua lại xuyên biên giới so với mua lại nội địa, nếu các công ty thầu tóm đến từ các quốc gia có chất lượng chính phủ mạnh hơn, bảo vệ nhà đầu tư tốt hơn, ít hạn chế về kiểm soát vốn và mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp thấp hơn.

Các phân tích trước đây tập trung vào các mức độ ảnh hưởng riêng lẻ của các biến cụ thể của quốc gia. Tuy nhiên, sự khác biệt của các thuộc tính cấp quốc gia giữa quốc gia thầu tóm và các quốc gia mục tiêu cũng là động cơ thu hút tiềm năng hoặc nhân tố quyết định đến hình thức mua lại. Vì vậy, chúng tôi ước lượng lại các mô hình bằng cách thay thế các biến nghiên cứu chính, Z_i (Z_{it}), bằng biến, $(Z_i)_{i,j}$, thể hiện sự khác biệt về các nhân tố cấp quốc gia giữa hai nước. Ý tưởng sử dụng các biến số này như sau: *thứ nhất*, nếu các nhân tố cấp quốc gia riêng biệt có ảnh hưởng đáng kể đến các quyết định mua lại công ty thì sự khác biệt về đặc điểm cấp quốc gia giữa các quốc gia mục tiêu và thầu tóm cũng có thể ảnh hưởng đến sự lựa chọn của công ty thầu tóm; *thứ hai*, các nghiên cứu trước đây không cung cấp bằng chứng toàn diện về những ảnh hưởng của sự khác biệt ở cấp độ quốc gia đối với việc lựa chọn hình thức mua lại của công ty thầu

tóm. Kết quả mô hình được thể hiện trong bảng 3.

Kết quả từ bảng 3 cho thấy các hệ số của các biến số, $(GOVQUAL)_{i,t}$, $(INVPROTECT)_{i,t}$, $(TAXEFT)_{i,t}$ là âm và có ý nghĩa thống kê. Các kết quả này tương đối phù hợp với giả thuyết

H2 và cho thấy, các công ty đầu tư có khuynh hướng mua lại xuyên biên giới, thay vì mua lại nội địa nếu các quốc gia mục tiêu có chất lượng chính phủ thấp hơn, bảo vệ nhà đầu tư kém hơn và tỷ lệ thuế doanh nghiệp thấp hơn so với các quốc gia đầu tư.

BẢNG 2: Mối quan hệ giữa các nhân tố cấp quốc gia và hình thức mua lại

Biến	1	2	3	4	5	6
GOVQUAL _i	-0,119*					-0,333*
	(0,07)					(0,19)
GOVQUAL _{it}	0,329***					0,739***
	(0,06)					(0,23)
INVPROTECT _i		-1,223***				-1,516***
		(0,32)				(0,61)
INVPROTECT _{it}		1,534***				1,054*
		(0,31)				(0,57)
ECOOPEN _i			-0,121*			-0,348**
			(0,07)			(0,16)
ECOOPEN _{it}			0,386***			0,210
			(0,10)			(0,51)
TAXEFT _i				-31,044***		-74,971***
				(6,75)		(18,42)
TAXEFT _{it}				24,062***		57,417***
				(3,71)		(10,53)
FOREXEFT					-4,675	-35,158
					(9,86)	(26,32)
COMLAW	0,093	0,242	0,112	0,065	0,137	1,211**
	(0,24)	(0,32)	(0,24)	(0,25)	(0,28)	(0,51)
GDPGRT	10,292*	7,239	12,479**	4,516	9,537*	-2,447
	(6,03)	(5,71)	(5,94)	(5,78)	(5,68)	(8,35)
Log(GDPCPT)	-0,585	-0,223	-0,474**	-1,010***	-0,294**	-1,914**
	(0,46)	(0,18)	(0,24)	(0,27)	(0,15)	(0,74)
CASH	1,088***	0,847***	1,102***	0,995***	1,077***	0,701*
	(0,28)	(0,29)	(0,27)	(0,28)	(0,27)	(0,42)
RELATED	1,086***	0,918***	1,115***	0,789***	1,040***	0,767**
	(0,22)	(0,21)	(0,23)	(0,21)	(0,22)	(0,39)
Constant	1,561	-1,851	0,076	8,727**	0,621	18,670**
	(4,16)	(1,81)	(2,05)	(3,79)	(1,51)	(8,43)
Year effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Wald χ^2	91,580***	82,940***	89,300***	133,900***	76,680***	173,950***
Pseudo R ²	0,216	0,241	0,164	0,250	0,128	0,540
N	623	606	623	623	623	606

Ghi chú: các mô hình được lựa chọn sau khi kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến. Thống kê z được tính thông qua việc sử dụng sai số chuẩn heteroscedasticity-consistent standard errors, trong đó sai số chuẩn được thể hiện trong dấu ngoặc đơn.

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

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

BẢNG 3: Mối quan hệ giữa sự khác biệt của các nhân tố cấp quốc gia và hình thức mua lại

Biến	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
(GOVQUAL) _{ch}	-0,321 ^{***} (0,08)				-0,457 ^{***} (0,10)	-0,432 ^{***} (0,11)	-0,508 ^{***} (0,11)				-0,601 ^{***} (0,19)
(INVPROTECT) _{ch}		-1,558 ^{***} (0,34)			-1,718 ^{***} (0,37)			-1,225 ^{***} (0,27)	-0,466 ^{***} (0,24)		-1,176 ^{***} (0,43)
(ECOOPEN) _{ch}			-0,332 ^{***} (0,11)			0,285 ^{***} (0,18)		-0,429 ^{***} (0,11)		-0,769 ^{***} (0,18)	0,092 ^{***} (0,34)
(TAXEFT) _{ch}				-21,302 ^{***} (2,99)			-35,240 ^{***} (5,82)		-18,955 ^{***} (3,02)	-30,667 ^{***} (3,88)	-31,359 ^{***} (6,09)
FOREXEFT											-18,478 ^{***} (19,94)
COMLAW	0,245 ^{***} (0,24)	0,683 ^{***} (0,25)	0,125 ^{***} (0,24)	0,145 ^{***} (0,26)	0,091 ^{***} (0,26)	0,323 ^{***} (0,26)	0,626 ^{***} (0,32)	-0,035 ^{***} (0,26)	0,118 ^{***} (0,26)	0,221 ^{***} (0,28)	0,578 ^{***} (0,33)
GDPGRT	9,701 ^{***} (6,00)	5,569 ^{***} (5,71)	10,146 ^{***} (5,90)	4,388 ^{***} (6,22)	9,789 ^{***} (6,53)	8,962 ^{***} (5,94)	1,306 ^{***} (7,13)	11,104 ^{***} (6,18)	5,523 ^{***} (6,33)	5,177 ^{***} (6,98)	3,969 ^{***} (7,32)
Log(GDPCPT)	0,342 ^{***} (0,18)	-0,094 ^{***} (0,16)	-0,029 ^{***} (0,15)	-0,699 ^{***} (0,16)	0,268 ^{***} (0,18)	0,340 ^{***} (0,18)	-0,052 ^{***} (0,20)	-0,148 ^{***} (0,16)	-0,715 ^{***} (0,16)	-0,343 ^{***} (0,19)	-0,081 ^{***} (0,21)
CASH	1,079 ^{***} (0,27)	0,812 ^{***} (0,28)	1,153 ^{***} (0,27)	1,065 ^{***} (0,30)	1,055 ^{***} (0,31)	1,009 ^{***} (0,27)	1,132 ^{***} (0,37)	1,179 ^{***} (0,29)	1,059 ^{***} (0,30)	1,276 ^{***} (0,34)	1,067 ^{***} (0,41)
RELATED	1,089 ^{***} (0,24)	0,844 ^{***} (0,24)	1,063 ^{***} (0,23)	0,696 ^{***} (0,26)	0,842 ^{***} (0,27)	1,102 ^{***} (0,24)	0,786 ^{***} (0,33)	0,924 ^{***} (0,24)	0,649 ^{***} (0,26)	0,720 ^{***} (0,30)	0,665 ^{***} (0,34)
Constant	-6,320 ^{***} (1,96)	-2,076 ^{***} (1,71)	-2,338 ^{***} (1,75)	3,774 ^{***} (1,85)	-6,598 ^{***} (2,04)	-6,270 ^{***} (1,96)	-3,453 ^{***} (2,24)	-1,852 ^{***} (1,97)	3,792 ^{***} (1,89)	-0,361 ^{***} (2,24)	-3,951 ^{***} (2,41)
Year effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Wald χ^2	88,840 ^{***}	79,800 ^{***}	88,360 ^{***}	147,570 ^{***}	101,990 ^{***}	67,220 ^{***}	134,280 ^{***}	89,470 ^{***}	147,920 ^{***}	144,050 ^{***}	127,050 ^{***}
Pseudo R ²	0,213	0,242	0,154	0,287	0,315	0,220	0,433	0,221	0,282	0,369	0,449
N	623	606	623	623	617	623	623	617	617	623	617

Ghi chú: Các mô hình được lựa chọn sau khi kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến. Thống kê z được tính thông qua việc sử dụng sai số chuẩn heteroscedasticity-consistent standard errors, trong đó sai số chuẩn được thể hiện trong dấu ngoặc đơn.

Ký hiệu***, ** và * lần lượt chỉ mức ý nghĩa 1%, 5% và 10% (Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả).

5. Kết luận và gợi ý chính sách

Về mặt lý thuyết, kết quả nghiên cứu này bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa các đặc điểm quốc gia đến việc lựa chọn hình thức mua lại. Từ đó cho thấy, các công ty đầu tư có xu hướng xem xét đặc điểm quốc gia là một trong những yếu tố quan trọng trong việc lựa chọn hình thức mua lại. Về mặt thực tiễn, các kết quả nghiên cứu xác nhận ảnh hưởng quan trọng của chất lượng quản trị chính phủ, bảo vệ nhà đầu tư, vấn đề kiểm soát vốn, mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp ở các quốc gia công ty mục tiêu trong việc lựa chọn hình thức mua lại của các công ty đầu tư. Việc nghiên cứu ảnh hưởng của đặc điểm quốc gia sẽ giúp các công ty đầu tư lựa chọn được các đối tác chiến lược để đầu tư phù hợp. Bên cạnh đó, trong bối cảnh hội nhập hiện nay, chính phủ mỗi quốc gia

cũng cần chủ động nâng cao chất lượng quản trị cũng như tạo ra hệ thống các chính sách, luật lệ phù hợp nhằm định hướng và kiểm soát các hoạt động mua lại, đặc biệt là mua lại qua biên giới. Từ đó có thể đảm bảo được lợi ích giữa các bên tham gia, đặc biệt là bảo vệ được các công ty nội địa trước các đối tác đầu tư không mong muốn./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Adler M. và Dumas B. (1983), International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis, *Journal of Finance*, 38, 925-984.
- Agmon T. và Lessard D. R. (1977), Investor Recognition of Corporate International Diversification, *Journal of Finance*, 32, 1049-1055.
- Alexadridis G., Petmezias D. và Travlos N. G. (2010), Gains from Mergers and Acquisitions around the World: New Evidence, *Financial Management*, 39, 1671-1695.
- Alefaro L., Kalemli-Ozcan S. và Volosovych V. (2005), Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation, *NBER Working Paper*

5. Andeson H. D., Marshall B. R. và Wales R. (2009), What is the relationship between investor protection legislation and target takeover returns? Evidence from Europe, *Journal of Multinational Financial Management*, 19, 291-305

6. Bris A., Brisley N. và Cabolis C. (2008), Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers, *Journal of Corporate Finance*, 14, 224-240.

7. Buchanan B. G., Le Q. V. và Rishi M. (2012), Foreign direct investment and institutional quality: Some empirical evidence, *International Review of Financial Analysis*, 21, 81-89.

8. Campos N. F. và Kinoshita Y. (2003), Why does FDI go where it goes? New evidence from the transition economies, *International Monetary Fund Working Paper* # 03 228.

9. Djakov S., La Porta R., Lopez-De-Silanes F. và Shleifer A. (2008), The law and economics of self-dealing, *Journal of Financial Economics*, 88, 430-465.

10. Doukas J. và Travlos N. G. (1988), The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions, *Journal of Finance*, 43, 1161-1175.

11. Erunza V. R. và Senbet L. W. (1981), The Effects of International Operations on the Market Value of the Firm: Theory and Evidence, *Journal of Finance*, 36, 401-417.

12. Gastanaga V. M., Nugent J. B. và Pashanova B. (1998), Host country reforms and FDI inflows: How much difference do they make?, *World Development*, 26, 1299-1314.

13. Gwartney J., Hall J. và Lawson R. (2010), *Economic freedom of the world 2010 annual report*, Fraser Institute.

14. Huizinga H. và Nicodème G. (2006), Foreign ownership and corporate income taxation: An empirical evaluation, *European Economic Review*, 50, 1223-1244.

15. Huizinga H. P. và Vogel T. (2009), International Taxation and the Direction and Volume of Cross-Border MvAs, *Journal of Finance*, 64, 1217-1249.

16. Hur J., Parinduri R. A. và Riyanto Y. E. (2011), Cross-border MvA Inflows and Quality of Country Governance: Developing versus Developed Countries, *Pacific Economic Review*, 16, 638-655.

17. Hymer S. H. (1976), *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, MIT Press, Cambridge, MA.

18. Kaufmann D., Kraay A. và Mastruzzi M. (2009), Governance matters VIII: Aggregate and individual governance indicators 1996-2008, *World Bank Policy Research Working Paper* 4280.

19. Kiyamaz H. (2004), Cross-border acquisitions of US financial institutions: Impact of macroeconomic factors, *Journal of Banking và Finance*, 28, 1413-1439.

20. Kiyamaz H. và Mukherjee T. K. (2000), The Impact of Country Diversification on Wealth Effects in Cross-Border Mergers, *Financial Review*, 35, 37-58.

21. Manzon G. B. JR., Sharp D. J. và Travlos N. G. (1994), An Empirical Study of the Consequences of U.S. Tax Rules for International Acquisitions by U.S. Firms, *Journal of Finance*, 49, 1893-1904.

22. Marshall B. R. và Anderson H. D. (2009), Regulation and target takeover returns: Is there a link?, *Pacific-Basin Finance Journal*, 17, 395-412.

23. Masron T. A. và Abdullah H. (2010), Institutional quality as a determinant for FDI inflows: Evidence from ASEAN, *World Journal of Management*, 2, 115-128.

24. Rossi S. và Volpin P. F. (2004), Cross-country determinants of mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 74, 277-304.

25. Sscholes M. S. và Wolfson M. A. (1990), The Effects of Changes in Tax Laws on Corporate Reorganization Activity, *Journal of Business*, 63, S141-S164.

26. Singh P. (2012), Does Poor Quality of Institutions Attract Cross-Border Mergers and Acquisitions?, *South Asian Journal of Macroeconomics and Public Finance*, 1, 191-230.

Phụ lục

Biến	Mô tả biến và nguồn số liệu
CROSSBORDER	Biến nhị phân, nhận giá trị bằng 1 nếu một thương vụ xuyên biên giới được mua lại, và bằng 0 nếu thương vụ nội địa được mua lại.
GOVQUAL	Biến đánh giá chất lượng của chính phủ.
INVPROTECT	Biến đại diện cho sự bảo vệ nhà đầu tư, phản ánh hiệu quả của quyền bảo vệ cổ đông nhỏ đối với ban quản lý và giám đốc.
ECOOPEN	Biến thước đo lường về mức độ kiểm soát vốn trong một quốc gia.
TAXEFT	Biến đo lường mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp ở một nước.
FOREXEFT	Biến đo lường sự thay đổi tỷ giá hối đoái giữa hai loại tiền tệ.
GDPGRT	GDP của quốc gia mục tiêu trong năm tài chính gần nhất trước khi mua lại.
GDPQPT	GDP bình quân đầu người tính theo giá hiện hành (dollar Mỹ) trong năm tài chính gần nhất trước khi mua lại chia cho dân số, và chuyển đổi Logarit tự nhiên.
COMLAW	Biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu công ty sử dụng hệ thống pháp luật Anh và nhận giá trị 0 cho trường hợp ngược lại.
RELATED	Biến nhị phân, nhận giá trị 1 nếu ngân hàng mục tiêu và công ty đầu tư 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 trường hợp ngược lại.

Ngày nhận bài: 8-12-2017

Ngày duyệt đăng: 16-1-2018