

Tìm hiểu vai trò của các chủ thể tham gia trong một giao dịch M&A

ThS. Nguyễn Thị Hải Hà*

*Khoa Tài chính Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế,
Đại học Quốc gia Hà Nội, 144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam*

Nhận ngày 19 tháng 9 năm 2010

Tóm tắt. Trên thế giới, M&A là một hoạt động phổ biến trong đời sống kinh doanh. Tại Việt Nam, M&A cũng được nói đến nhiều trong vài năm trở lại đây, tuy vậy, khái niệm này đối với Việt Nam vẫn còn khá mới mẻ. Bài viết “Tìm hiểu vai trò của các chủ thể tham gia trong một giao dịch M&A” đưa ra một cái nhìn tổng quát về M&A thông qua việc đánh giá vai trò của các chủ thể tham gia hoạt động này. Các chủ thể quan trọng được đề cập trong bài viết là: Bên bán, Bên mua, đội ngũ tư vấn và các cơ quan quản lý nhà nước. Do cung cấp những hiểu biết căn bản về động cơ, vai trò của các chủ thể này, bài viết có thể là nền tảng cho những nghiên cứu tiếp theo về thị trường M&A của Việt Nam.

1. Mở đầu

Trong quản trị công ty có hai điểm mấu chốt nhất là quyền sở hữu và người quản lý thì quyền sở hữu vẫn mang ý nghĩa trọng tâm hơn cả. Mặc dù xu hướng quản trị hiện đại tách biệt quyền sở hữu và quản lý, nhưng thực chất quyền sở hữu có ý nghĩa quyết định trong việc bầu hội đồng quản trị và qua đó lựa chọn người quản lý, đồng thời quyết định chiến lược phát triển, phương án phân chia lợi nhuận và xử lý tài sản của công ty. Các khái niệm thấu tóm hay sáp nhập (acquisition), hợp nhất (merger hoặc consolidation) đều xoay quanh mối tương quan này.

Thấu tóm hay sáp nhập là khái niệm được sử dụng để chỉ một công ty tìm cách nắm giữ quyền kiểm soát đối với một công ty khác

thông qua thấu tóm toàn bộ hoặc một tỷ lệ số lượng cổ phần hoặc tài sản của công ty mục tiêu đủ để có thể khống chế toàn bộ các quyết định của công ty đó. Sau khi kết thúc chuyển nhượng, công ty mục tiêu sẽ chấm dứt hoạt động (bị sáp nhập) hoặc trở thành một công ty con của công ty thấu tóm.

Hợp nhất công ty là khái niệm để chỉ hai hoặc một số công ty cùng thỏa thuận chia sẻ tài sản, thị phần, thương hiệu với nhau để hình thành một công ty hoàn toàn mới, với tên gọi mới (có thể gộp tên của hai công ty cũ) trong khi đó chấm dứt sự tồn tại của các công ty cũ.

Tại Việt Nam, cho đến nay, các phương tiện thông tin đại chúng và thậm chí cả một số văn bản pháp luật của Việt Nam sử dụng thuật ngữ “sáp nhập và mua lại” để chỉ khái niệm M&A. Tuy vậy, thuật ngữ này không những không chuyên tải trọn vẹn khái niệm M&A (về mặt ngôn ngữ) mà còn chưa thể hiện đầy đủ các hình thức hoạt động này.

* ĐT: 84-4- 0983661749

E-mail: haphong7980@yahoo.com

Trong cuốn *Mergers & Acquisition Basics The Key Steps of Acquisition, Divestitures, and Investments* (M&A: Mua lại và sáp nhập căn bản - Các bước quan trọng trong quá trình mua bán doanh nghiệp và đầu tư), Nhà xuất bản John Wiley & Sons International Rights, Inc., Mỹ, tác giả Michael E. S. Frankel đã dùng thuật ngữ “Giao dịch chiến lược” để chỉ các giao dịch M&A. Giao dịch chiến lược được hiểu là các sự kiện có ảnh hưởng sâu sắc đến các công ty và thường đánh dấu chấm hết cho một công ty với tư cách là một đơn vị kinh doanh độc lập, hoặc ít nhất đánh dấu một sự thay đổi có tầm ảnh hưởng to lớn đến ban quản lý, thành phần sở hữu hoặc số phận của một công ty.

Trong phạm vi bài viết, giao dịch M&A được tiếp cận theo nghĩa là các giao dịch chiến lược và được phân tích thông qua việc nghiên cứu các chủ thể tham gia trên khía cạnh vai trò và động cơ của họ để hiểu được một cách tổng quát về giao dịch M&A.

2. Bên mua

Bên mua trong một giao dịch M&A có thể thuộc một trong các loại sau: (i) Bên mua chiến lược, (ii)

Bên mua thực hiện nhiều lần, (iii) Bên mua lần đầu và Bên mua thực hiện một lần, (iv) Bên mua tài chính.

Bên mua chiến lược

Bên mua chiến lược thường được hiểu là một thực thể tiến hành mua lại với ý định hợp nhất, liên kết hoặc tích hợp với các đơn vị hoạt động khác mà thực thể này sở hữu theo một cách nào đó. Bên mua chiến lược thường có một sự hiểu biết khá sâu sắc về ngành kinh doanh, hoạt động và khách hàng của công ty mục tiêu. Bên mua chiến lược đặc biệt xem

trọng hiện tượng cộng hưởng trong một vụ mua lại. Phương trình $1 + 1 = 3$ hay bất phương trình $F(A+B) > F(A) + F(B)$ là một cách diễn đạt đơn giản và dễ hiểu cho hiện tượng cộng hưởng trong đó: $F(A)$ là giá trị công ty A, $F(B)$ là giá trị công ty B, $F(A+B)$ là giá trị của công ty A và công ty B sau khi thực hiện M&A. Công thức này nói lên “năng lực chuyên hóa” đặc biệt có được ở mỗi thương vụ M&A. Nguyên tắc cơ bản đằng sau quyết định thực hiện giao dịch chiến lược của một công ty là phải tạo ra được giá trị cho cổ đông lớn hơn tổng giá trị hiện tại của hai công ty khi còn đứng riêng rẽ - người ta coi đây là nguyên nhân căn bản để tiến hành M&A.

Bên mua thực hiện nhiều lần

Đối với nhiều công ty, mua lại đã trở thành một công cụ kinh doanh đặc lực. Những công ty như Cisco và Tyco đã tăng trưởng dựa vào những vụ M&A hiệu quả. Theo báo cáo của Mergerstat, trong khoảng thời gian một năm rưỡi từ năm 2000 đến giữa 2002, trong 13 công ty ở Mỹ, mỗi công ty đã thực hiện hoàn tất hơn 15 vụ mua lại⁽¹⁾. Bên mua thực hiện nhiều lần có kinh nghiệm dày dặn về đánh giá, đàm phán và kết thúc các giao dịch chiến lược. Bên mua thực hiện nhiều lần thường có đội ngũ nhân viên với kiến thức chuyên môn chuyên biệt để thực hiện những thương vụ này.

Bên mua lần đầu và Bên mua thực hiện một lần

Đối với một vài công ty, Giao dịch chiến lược lần đầu chính là bước đầu tiên để trở thành Bên mua thực hiện nhiều lần - một công ty mua lại hàng loạt. Đối với những công ty khác, thực hiện Giao dịch chiến lược có thể là một sai lầm hoặc là một sự kiện chỉ xảy ra một lần, nên ít có khả năng xảy ra lần tiếp theo. Một Giao dịch chiến lược dù đã được cân nhắc kỹ lưỡng thì vẫn luôn tiềm ẩn những rủi ro và bất ổn. Đối với Bên mua lần đầu, thực hiện giao dịch chiến

⁽¹⁾ Căn cứ dựa trên số thương vụ trong giai đoạn từ ngày 1 tháng 12 năm 2000 tới ngày 13 tháng 6 năm 2002. The Deal.com, ngày 24 tháng 6 năm 2002, dẫn theo Mergerstat, Los Angeles.

lược đáng sợ và rủi ro hơn nhiều so với Bên mua thực hiện nhiều lần. Bên mua lần đầu thường thiếu những năng lực và kỹ năng cần thiết để tiến hành giao dịch thành công. Bên mua lần đầu cần phải vượt qua nỗi sợ hãi và sự không chắc chắn liên quan đến những thay đổi một cách sâu sắc trong hoạt động kinh doanh cốt lõi của mình. Trong khi Bên mua thực hiện nhiều lần thường hành động quyết đoán và hiệu quả khi định giá các vụ giao dịch thì Bên mua lần đầu thường chậm chạp trong khâu ra quyết định và lưỡng lự khi ký kết một hợp đồng. Nếu thực hiện giao dịch chiến lược là một bước đi sai, thì hậu quả đối với một công ty có thể là những điều tồi tệ nhất.

Bên mua tài chính

Trong khi Bên mua chiến lược nhắm tới công ty mục tiêu và nhìn nhận nó như là một bộ phận sẽ được tích hợp vào hoạt động kinh doanh hiện tại của mình, Bên mua tài chính lại nhắm tới công ty mục tiêu và nhìn nhận rằng họ có thể duy trì mục tiêu như là một công ty tồn tại độc lập, nhưng có cải tiến, tái lập hoặc tái cấu trúc vốn và cuối cùng đem bán lại với một mức lời đáng kể.

Về căn bản, so với Bên mua chiến lược, Bên mua tài chính phải đối mặt với hai thử thách quan trọng khi thực hiện các vụ mua lại. Đầu tiên, các nhà đầu tư và Bên mua tài chính thường mong đợi một mức lợi tức đầu tư đáng kể. “Đáng kể” thường mang ý nghĩa vượt qua mức họ có thể nhận được khi tiến hành đầu tư vào những công ty tương tự trên thị trường mở. Thứ hai, trong hầu hết các trường hợp, Bên mua tài chính không thể biến hiện tượng cộng hưởng trong một vụ mua lại thành hiện thực như là Bên mua chiến lược. Khi cạnh tranh mua lại với một Bên mua chiến lược, đây chính là điểm bất lợi đáng kể cho Bên mua tài chính.

3. Bên bán

Ngược lại với Bên mua thường theo đuổi các Giao dịch chiến lược lặp đi lặp lại nhiều lần, Bên bán chỉ tham gia một lần. Trong thực

tế, bán một công ty chính là cuộc chơi cuối cùng đối với cổ đông. Nếu cổ đông nhận tiền mặt thì có nghĩa là họ đã cắt đứt hoàn toàn quan hệ với công ty. Trong trường hợp họ có nhận được cổ phần thì thông thường họ cũng chỉ là những cổ đông nhỏ, ít có ảnh hưởng trong một công ty lớn hơn nhiều so với trước đây.

Bên bán trong một giao dịch M&A có thể thuộc một trong các loại sau: (i) Bên bán một phần, (ii) Bên bán toàn bộ và (iii) Bên bán không mong muốn.

Bên bán trong một giao dịch M&A bao gồm Bên bán một phần, Bên bán toàn bộ và Bên bán không mong muốn.

Bên bán một phần

Những giao dịch chiến lược chỉ liên quan đến bán một phần công ty không nhiều bằng những giao dịch chiến lược bán toàn bộ công ty. Trong nhiều trường hợp, đây là bước đầu tiên trong một loạt các giao dịch mà kết quả cuối cùng là bán lại toàn bộ công ty.

Có hai lý do chính mà Bên bán một phần thường nhằm vào. Thứ nhất, đó là huy động vốn. Thay vì bán cổ phiếu ra thị trường, Bên bán một phần có thể bán một phần công ty mình cho một đối tác duy nhất nhằm đảm bảo vốn cho hoạt động kinh doanh. Thứ hai, là xây dựng các mối quan hệ. Một minh họa như sau, một công ty sản xuất nhỏ đang cố gắng củng cố mối quan hệ với một công ty bán lẻ lớn mà nó sử dụng làm kênh phân phối chính. Bằng cách để cho công ty bán lẻ đầu tư và sở hữu một phần, công ty sản xuất có thể tạo một động lực mạnh mẽ khiến công ty bán lẻ tiếp tục bán sản phẩm của mình.

Có một điều quan trọng, không giống như Bên bán toàn bộ, vụ giao dịch mua bán không chấm dứt thực thể doanh nghiệp của Bên bán. Công ty vẫn sẽ tiếp tục hoạt động dù có thêm một cổ đông lớn và có sức ảnh hưởng tiềm tàng.

Bên bán toàn bộ

Trong trường hợp này, công ty bị bán đi toàn bộ. Đây thật sự là màn chơi cuối của cổ đông và thường cũng là của ban quản lý cao cấp

của Bên bán. Xét ở khía cạnh quản trị, ban giám đốc và hội đồng quản trị của Bên bán cần quyết định thời điểm bán để có thể tối đa hóa giá trị cổ đông.

Bên bán không mong muốn

Giao dịch chiến lược trong trường hợp này được hiểu là một giao dịch thù địch (hostile takeover). Trong một giao dịch thù địch, Bên mua sẽ qua mặt ban quản lý và hội đồng quản trị của Bên bán và trực tiếp thu hút những cổ đông của Bên bán đi cổ phiếu của họ. Trong hầu hết các trường hợp, Bên mua đầu tiên sẽ tiếp cận với ban quản lý hoặc hội đồng quản trị của Bên bán và họ sẽ chỉ qua mặt khi bị khước từ. Dù ở trường hợp nào đi nữa, trong một giao dịch thù địch, ban quản lý và hội đồng quản trị của Bên bán cũng thực sự chiến đấu nhằm tránh vụ giao dịch và giành lấy sự ủng hộ của cổ đông công ty. Bên bán không mong muốn sẽ có cách hành xử rất khác biệt. Đây là lĩnh vực mà đã có nhiều tài liệu chuyên môn bàn luận một cách sâu sắc.

4. Đội ngũ tư vấn

Các Giao dịch chiến lược vẫn luôn là những sự kiện quan trọng đầy rủi ro, ngay cả đối với những công ty dày dặn kinh nghiệm với một đội ngũ nhân viên phát triển các Giao dịch chiến lược tinh nhuệ. Tính phức tạp và rủi ro của một giao dịch chiến lược luôn khiến các công ty có nhu cầu về các chuyên gia tư vấn. Với tư cách là chuyên gia tư vấn, họ có thể là: luật sư, chủ ngân hàng đầu tư, kiểm toán viên, các nhà tư vấn.

Chuyên gia tư vấn có thể là luật sư, chủ ngân hàng đầu tư, kiểm toán viên, các nhà tư vấn.

Luật sư

Bất kể vụ giao dịch chiến lược nào cũng không thể thiếu được các luật sư. Hầu hết các tập đoàn đều có những luật sư nội bộ riêng của công ty, những người này sẽ được trợ giúp cùng với hội đồng tư vấn bên ngoài. Hội tư vấn này

có thể là những luật sư thuộc các công ty luật. Hội đồng tư vấn bên ngoài sẽ có trách nhiệm cung cấp những điều mà luật sư nội bộ trong công ty không thể đảm trách. Họ đưa ra ý kiến chuyên môn trong những lĩnh vực thích hợp kể cả việc thực hiện các Giao dịch chiến lược.

Trong một vụ giao dịch chiến lược, các luật sư tại các tổ chức đối tác của hai bên (mua và bán) sẽ có xu hướng làm việc như một tư vấn chiến lược cho khách hàng và có thể là người đàm phán đứng đầu.

Chủ ngân hàng đầu tư

Các nhà tư vấn khác nhau sẽ có cách tiếp cận và thái độ khác nhau đối với vụ giao dịch. Trong khi các luật sư chỉ nhìn vào khía cạnh tiêu cực và đưa ra lời cảnh báo thì các chủ ngân hàng đầu tư lại có xu hướng ủng hộ cho thương vụ; các luật sư thường tập trung vào những quyền pháp lý và biện pháp khắc phục sự cố, các chủ ngân hàng đầu tư lại chú trọng tới những điều khoản tài chính và giá trị của tiền tệ.

Các chủ ngân hàng đầu tư là những chuyên gia trong lĩnh vực tài chính và giao dịch. Họ tư vấn cho những công ty khách hàng của họ về các vụ giao dịch, bao gồm việc phát hành cổ phiếu, phát hành nợ, phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng, các hoạt động mua bán doanh nghiệp, sáp nhập và nhiều dạng giao dịch tài chính có quy mô lớn khác.

Trong những vụ giao dịch chiến lược, vai trò tư vấn của chủ ngân hàng đầu tư sẽ rộng hơn so với các nhà tư vấn khác. Các lĩnh vực hiển nhiên sẽ nằm trong phạm vi tư vấn của chủ ngân hàng đầu tư bao gồm: xác định những công ty mục tiêu tiềm năng, định giá, cơ cấu lại về mặt tài chính và những lựa chọn tài chính cho vụ giao dịch, và trong vài trường hợp họ có thể quản lý cả quá trình bán.

Họ cũng thường là những chuyên gia về các ngành nghề kinh doanh và luôn có được cái nhìn thấu đáo về những xu hướng có khả năng diễn ra giữa những doanh nghiệp cạnh tranh. Họ nắm vững về những động lực của thị trường đối với cổ phiếu của công ty tham gia vào vụ giao dịch chiến lược.

Kiểm toán viên

Kiểm toán viên đem lại sự đảm bảo cho hai bên tham gia vụ giao dịch M&A. Họ nói với Bên mua rằng hoạt động tài chính của Bên bán đúng như được cung cấp thông tin. Về phía Bên bán, trong mọi trường hợp, dịch vụ của kiểm toán viên là điều kiện tiên quyết để khiến một công ty có thể bán được hay không.

Hiện nay, những hãng kiểm toán lớn không chỉ làm ra những bản báo cáo tài chính, họ đưa ra lời khuyên cho việc cơ cấu lại một công ty về mặt tài chính cũng như nêu những chiến lược về thuế và kế toán. Ở mức độ rộng hơn, những công ty kiểm toán lớn còn gắn với cả dịch vụ tư vấn, và có một vài hãng kiểm toán kiểm luôn cả dịch vụ tài chính ngân hàng.

Có hai loại kiểm toán viên tiềm năng có thể làm việc cho Bên mua. Loại đầu tiên là những kiểm toán viên có thể thực hiện công tác kiểm toán đối với Bên mua. Những kiểm toán viên này cũng như hãng kiểm toán của họ sẽ có lợi thế nhất để trở thành người tư vấn cho Bên mua về việc tình hình tài chính của công ty bị mua lại sẽ tác động như thế nào tới hoạt động tài chính của Bên mua. Trong nhiều trường hợp, Bên mua sẽ tuyển dụng kiểm toán viên riêng để xem xét sổ sách của Bên bán tiềm năng. Đặc biệt, khi nhà kiểm toán của Bên mua không có được chuyên môn sâu thích hợp để xem xét về ngành hoặc vùng địa lý, Bên mua có thể thuê hãng kiểm toán thứ hai để xem xét hoạt động tài chính của Bên bán.

Nhà tư vấn

Các nhà tư vấn thường xem xét bao quát chung quá trình Giao dịch chiến lược. Tác động của họ góp phần vào việc đưa quyết định chiến lược ban đầu. Công việc đầu tiên của các nhà tư vấn có thể là thay đổi mục tiêu, tập trung vào những lĩnh vực chung, hoặc thậm chí đưa ra lựa chọn cuối cùng cho việc thực hiện một thương vụ.

Các hãng tư vấn có quy mô cũng có những mối quan tâm hết sức khác nhau. Một vài hãng tư vấn tập trung vào những dự án chiến lược có quy mô rộng và đòi hỏi chuyên môn sâu. Những hãng nhỏ hơn, dựa trên kiến thức sâu về

chuyên ngành nào đó, tập trung vào những lĩnh vực hoặc tiểu lĩnh vực cụ thể để có được nét khác biệt so với những hãng lớn.

Bỏ qua những nét khác biệt, điểm chung nhất có thể nhận thấy tác động của nhà tư vấn là việc xây dựng chiến lược trong giai đoạn đầu và công tác thẩm định chi tiết cũng như lên kế hoạch hợp nhất trong giai đoạn sau.

5. Cơ quan quản lý nhà nước

Hầu hết những giao dịch buôn bán và tài chính đều được nhà nước và tòa án điều chỉnh theo cách thức nào đó. Giao dịch chiến lược cũng không phải là ngoại lệ. Có hai động lực chính đối với việc điều chỉnh Giao dịch chiến lược: đó là bảo vệ quyền lợi cổ đông, nhất là cổ đông thiểu số và bảo vệ tính cạnh tranh của thị trường.

Không có điều gì đáng nói về cổ đông lớn, vì họ luôn biết cách và có đủ công cụ cũng như trọng lượng để bảo vệ quyền lợi của họ trong vụ sáp nhập. Tuy nhiên, trong thực tế, cổ đông thiểu số có thể bị gạt ra khỏi các quyết định M&A. Nếu không được tôn trọng, lợi ích của nhóm này rất khó có khả năng bị bỏ qua thậm chí còn bị lợi dụng để làm lợi cho các cổ đông lớn. Do đó, nhà nước sẽ điều chỉnh các giao dịch M&A trên góc độ bảo vệ lợi ích cổ đông thiểu số.

Tuy vậy, trọng tâm lớn nhất của quản lý nhà nước đối với M&A là bảo vệ tính cạnh tranh của thị trường. Trên thực tế, một công ty hoặc nhóm công ty có thể lợi dụng vị trí thống lĩnh trên thị trường⁽²⁾ để thực hiện những hành vi mang tính độc quyền đối với toàn thị trường như đầu cơ, giảm sản lượng nhằm ép giá cao hoặc bán phá giá để loại bỏ đối thủ cạnh tranh. Như vậy vai trò điều chỉnh của nhà nước trong các giao dịch M&A đặc biệt quan trọng nhằm bảo vệ cấu trúc và hiệu quả vận hành của thị trường và nền kinh tế nói chung.

⁽²⁾ Theo Điều 11 Luật Cạnh tranh, doanh nghiệp được coi là có vị trí thống lĩnh thị trường nếu có thị phần từ 30% trở lên trên thị trường liên quan hoặc có khả năng gây hạn chế cạnh tranh một cách đáng kể.

6. Kết luận

Như vậy, bước đầu tiên để hiểu được một giao dịch M&A là tìm hiểu các chủ thể tham gia, vai trò và động cơ thúc đẩy họ. Bài viết đã đề cập đến các chủ thể tham gia chính là Bên mua, Bên bán, đội ngũ tư vấn và các cơ quan quản lý nhà nước. Ở một phạm vi rộng hơn và sâu hơn, mỗi chủ thể lại có rất nhiều khía cạnh cần được tìm hiểu và nghiên cứu. Trong giới hạn bài viết, những nội dung cơ bản về các chủ thể chính đã phác thảo một cái nhìn tổng quát về một giao dịch M&A, và đây có thể là những kiến thức hỗ trợ những nghiên cứu về một thị trường M&A tại Việt Nam hiện nay và trong thời gian tới.

Tài liệu tham khảo

- [1] Avalue Vietnam (2010), Báo cáo M&A Việt Nam 2009 và triển vọng 2010.
- [2] Michael E.S.Frankel (2005), *Mergers & Acquisition Basics The Key Steps of Acquisition, Divestitures, and Investments*, John Wiley & Sons International Rights, Inc., America.
- [3] PricewaterHouseCoopers - Nhìn lại hoạt động M&A tại Việt Nam.
- [4] Scott Moeler và Chris Brady (2007), *Intelligent M&A*, John Wiley & Sons Ltd, England.
- [5] Nguyễn Đình Cung và Lưu Minh Đức, (2009), *Thâu tóm và hợp nhất từ khía cạnh quản trị công ty: lý luận, kinh nghiệm quốc tế và thực tiễn Việt Nam*, www.saga.vn.
- [6] WWW.tailieu.vn
- [7] WWW.dinhgia.com.vn
- [8] www.treasuryandrisk.com

Fathoming the role of entities involved in M&A transaction

MA. Nguyen Thi Hai Ha

*Faculty of Finance and Banking, University of Economics and Business,
Vietnam National University, Hanoi, 144 Xuan Thuy, Cau Giay, Hanoi, Vietnam*

Abstract: In the world, M&A activity is common to enterprises and investors. In Vietnam M&A has been also referred to quite a lot within recent years. This concept for Vietnam, however, is still relatively new. The paper "Fathoming the role of entities involved in M&A Transaction" gives a quick overview of M&A through an assessment of the role of main players in a M&A transaction, including the seller, the buyer, the consultant team, and the agencies that has a function of state management. By providing a basic knowledge of the engine and the role of these main players in a M&A transaction, this article can be a foundation for subsequent researches on M&A market in Vietnam.