

# THÂU TÓM VÀ HỢP NHẤT TỪ KHÓA CẠNH QUẢN TRỊ CÔNG TY: LÝ LUẬN, KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ THỰC TIỄN VIỆT NAM

Nguyễn Đình Cung\*

Lưu Minh Đức\*\*

## 1. Giới thiệu

Thâu tóm và hợp nhất công ty (tạm dịch từ mergers and acquisitions - M&A) là những hoạt động kinh doanh và quản trị không xa lạ ở các nền kinh tế phát triển trên thế giới. 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 nhiên, khái niệm và các hoạt động thuộc M&A đa dạng hơn nhiều so với khái niệm “sáp nhập và mua lại” (xem chi tiết khái niệm, cách phân loại trong Phần 2).

Trên thế giới, các hoạt động M&A đã trải qua nhiều thăng trầm. Hơn 100 năm qua, Hoa Kỳ đã chứng kiến 5 chu kỳ đỉnh cao của hoạt động sáp nhập công ty: đó là các năm 1895-1905, 1925-1929, 1965-1970, 1980-1985 và 1998-2000. Làn sóng M&A diễn ra mạnh mẽ và song hành với những giai đoạn kinh tế tăng trưởng nóng. Đó là thời điểm ban quản trị của các công ty liên tục hoạt động dưới sức ép cạnh tranh rất lớn từ thị trường. Khái niệm tăng trưởng lợi nhuận và mở rộng hoạt động thông qua M&A đồng nghĩa với sự tồn tại của công ty nói chung, cũng như địa vị của chính họ ở các công ty này nói riêng.

Bước vào thế kỷ XXI, nền kinh tế thế giới tiếp tục chứng kiến một làn sóng M&A mới, dưới những hình thức đa dạng và quy mô lớn chưa từng có. Đợt sóng này không chỉ bó hẹp trong phạm vi các nền kinh tế phát triển mà còn lan tỏa sang các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển như Hàn Quốc, Singapore, Nga, Ấn Độ, Trung Quốc, Trung Đông... Năm 2006, tổng giá trị M&A toàn cầu đạt mức cao kỷ lục, 3460 tỷ đô la Mỹ (USD). Còn trong 5 tháng đầu năm nay, thị trường mua bán sáp nhập công ty trên thế giới đã đạt trị giá 2000 tỷ USD (trung bình 93 tỷ/tuần), tăng 60% so với cùng kỳ năm ngoái. Có thể liệt kê một số vụ M&A nổi bật như Barclays - ABN Amro (87 tỷ USD), Thomson - Reuters (17,2 tỷ USD), HeidelbergCement AG – Hanson Plc (15,5 tỷ USD), Quỹ Cerberus - Chrysler (7,4 tỷ USD), NYS Corp. - Euronext (9,96 tỷ USD), Blackstone - Hilton (26 tỷ USD)... Theo kết quả khảo sát 73 công ty tại 11 nền kinh tế tiêu biểu, 44% số công ty được hỏi cho biết họ có ý định thúc đẩy hoạt động M&A trong 2-3 năm tới.<sup>1</sup>

Tại Việt Nam, năm 2006 cả thị trường chứng khoán niêm yết và thị trường phi tập trung đều “bùng nổ”. Cơ hội thu hút vốn đầy tiềm năng từ thị trường chứng khoán cùng sự kiện Luật Doanh nghiệp và Luật Đầu tư 2005 được thực hiện từ tháng 7/2006 thực sự là một cú hích mạnh mẽ thúc đẩy tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước và nỗ lực mở rộng kinh

\* Nguyễn Đình Cung, Thạc sỹ Kinh tế, Trưởng ban Ban Nghiên cứu Chính sách kinh tế Vĩ Mô, Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế Trung ương.

\*\* Lưu Minh Đức, Thạc sỹ Quản trị Kinh doanh, Nghiên cứu viên, Ban Nghiên cứu Chính sách kinh tế Vĩ Mô, Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế Trung ương.

<sup>1</sup> Bùng nổ M&A toàn cầu, ĐTCK-Online, 21/5/2007.

doanh của khu vực tư nhân, tạo nguồn cung và cầu “hàng hóa - công ty” dồi dào cho các hoạt động tài chính, đầu tư. Trên một sân chơi phổ biến hơn và khung khổ pháp lý đã trở nên thuận lợi hơn, các doanh nghiệp Việt Nam của tất cả các thành phần kinh tế nhanh chóng làm quen và sử dụng M&A như một công cụ chiến lược để phát triển hay cơ cấu lại doanh nghiệp của mình, đối phó với sức nóng cạnh tranh ngày càng lớn trên thị trường. Luật Doanh nghiệp hiện nay đã tạo điều kiện pháp lý để các chủ thể kinh doanh trong khu vực nhà nước, tư nhân và có vốn đầu tư nước ngoài (ĐTNN) cùng hoạt động dưới các hình thức công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty cổ phần, công ty hợp danh, và thực hiện những thủ tục quản trị công ty tương đối đồng nhất. Các công ty được quyền tự do chuyển nhượng phần vốn góp, cổ phần để thu tóm quyền sở hữu hoặc tham gia quản lý công ty mục tiêu. Phần vốn góp, cổ phần đã trở thành “hàng hóa” có thể chuyển nhượng một cách tương đối tự do, đơn giản và hợp pháp.

Trên thực tế, trong một vài năm gần đây, chính các tổng công ty 91 là những chủ thể trong nước tiên phong thực hiện những hoạt động quản trị công ty liên quan đến sắp xếp, chuyển nhượng cổ phần, phần vốn góp của công ty trong quá trình cổ phần hóa, sắp xếp, giao, bán khoán công ty nhà nước để hình thành các tập đoàn theo mô hình công ty mẹ - con mới. ở khu vực tư nhân trong nước và khu vực doanh nghiệp có vốn ĐTNN, nhu cầu và hoạt động M&A cũng bắt đầu mạnh mẽ, ngày càng rõ nét và công khai minh bạch hơn.<sup>2</sup> Sàn giao dịch *muabancongtv.com* của công ty TigerInvest đã có hơn 100 đơn của các doanh nghiệp trong và ngoài nước đăng ký nhu cầu và dự kiến đến cuối năm 2007 con số này sẽ lên đến 1000. Các chuyên gia kinh tế nhận định rằng thị trường M&A ở Việt Nam đang trở thành một thị trường tiềm năng, với tốc độ phát triển lên tới 30-40%/năm.

Ngoài hai Luật Doanh nghiệp và Luật Đầu tư, hoạt động M&A của Việt Nam còn được điều chỉnh bởi Luật Cạnh tranh năm 2004. Như vậy, có thể thấy hoạt động M&A đã có được nền tảng pháp lý cơ bản và tương đối đầy đủ, tuy rằng còn phải được bổ sung và hoàn thiện rất nhiều trong quá trình phát triển của mình. Xét về định chế quản lý nhà nước, Cục Quản lý cạnh tranh thuộc Bộ Thương mại đã được thành lập vào năm 2004<sup>3</sup>, trong đó việc giám sát cạnh tranh, chống độc quyền và bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng nói chung và hoạt động M&A nói riêng là một trong các chức năng chính của cơ quan này.

Tuy nhiên, thị trường M&A của Việt Nam mới chỉ có chưa đầy 10 năm để làm quen với các khái niệm quản trị công ty theo các thông lệ phổ biến của quốc tế (từ sau năm 2000, thông qua việc thực thi Luật Doanh nghiệp 1999). Do đó, các khái niệm về góp vốn, chuyển nhượng phần vốn góp, mua bán, sáp nhập, chia tách, giải thể công ty, và các vấn đề kỹ thuật như chuyển nhượng cổ phần, thanh toán, xử lý quyền lợi cổ đông, thuế, nợ, thương hiệu, thực hiện quyền chủ sở hữu trong quản trị công ty nhìn tổng thể vẫn còn rất mới mẻ đối với các doanh nghiệp cổ phần hóa và tư nhân.<sup>4</sup> Nghiên cứu và giới thiệu các khái niệm và kinh nghiệm thực

<sup>2</sup> Việt Nam đã có những vụ sáp nhập khá lớn, chẳng hạn như quỹ đầu tư BĐS VinaLand mua 52% sở hữu khách sạn Omni Saigon với giá 16,5 triệu USD; Vina Capital mua 30% cổ phần Phở 24 với giá 3 triệu USD.

<sup>3</sup> <http://www.vcad.gov.vn/Web/Default.aspx?lang=vi-VN> và [www.qlct.gov.vn](http://www.qlct.gov.vn)

<sup>4</sup> Luật Doanh nghiệp 2005 quy định về các vấn đề tổ chức lại, giải thể và phá sản doanh nghiệp trong chương VIII, gồm 11 điều (Điều 150- 160).

tiền quốc tế về M&A vào Việt Nam có ý nghĩa cấp thiết nhằm góp phần tăng cường khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp trong nước, thích ứng với những đổi thay nhanh chóng từ áp lực hội nhập Tổ chức Thương mại thế giới (WTO) đặt ra.

Ngoài phần mở đầu và phần kết luận, bài viết này được chia làm 8 phần. Sau phần mở đầu, từ phần 2 -4 sẽ lần lượt trình bày các khái niệm, phương thức thực hiện, và xử lý các vấn đề hậu thu tóm và hợp nhất công ty. Phần 5-8 sẽ phân tích các loại hình và động cơ đằng sau hoạt động này, kinh nghiệm quốc tế về quản lý nhà nước đối với thu tóm và hợp nhất, thực tiễn tại Việt Nam và các quy định pháp luật có liên quan.

## **2. Khái niệm thu tóm và hợp nhất công ty**

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 thu tóm hay sáp nhập (acquisition), hợp nhất (merger hoặc consolidation) đều xoay quanh mối tương quan này.

Thu 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 thu 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. Tỷ lệ này có thể khác nhau theo quy định cụ thể trong Luật Công ty của từng nước. Ví dụ ở Việt Nam tỷ lệ này là 75%, trong trường hợp Điều lệ công ty mục tiêu quy định mức thấp hơn (tối thiểu là 65%) thì áp dụng mức đó.<sup>5</sup> Sau khi kết thúc chuyển nhượng, công ty mục tiêu sẽ chấm dứt hoạt động<sup>6</sup> (bị sáp nhập) hoặc trở thành một công ty con của công ty thu tóm. Thương hiệu của công ty mục tiêu nếu được đánh giá là vẫn còn giá trị để duy trì thị phần sản phẩm thì có thể được giữ lại như một thương hiệu độc lập (trường hợp BP mua Castrol), hoặc được gộp lại thành một thương hiệu chung, như trường hợp Daimler-Chrysler, hoặc Exxon-Mobil.

Thuật ngữ “sáp nhập và mua lại” được hiểu phổ biến hiện nay ở Việt Nam không những không chuyển tải hết khái niệm M&A (về mặt ngôn ngữ) mà còn chưa thể hiện đầy đủ các hình thức hoạt động này. Trường hợp thôn tính mang tính thù địch đối thủ cạnh tranh (tạm dịch thuật ngữ hostile takeover) thông qua phương thức “lôi kéo cổ đông bất mãn” rõ ràng không phải là “mua lại”. Còn “sáp nhập” thực tế chỉ là một bộ phận trong khái niệm “thu tóm” công ty. Sáp nhập để chỉ sự thu tóm toàn phần, và công ty mục tiêu chấm dứt sự tồn tại (như khái niệm được quy định trong Luật Doanh nghiệp 2005); trong khi ‘thu tóm’ còn được sử dụng để chỉ việc tìm cách nắm giữ một số lượng cổ phần dưới 100% nhưng đủ để chi phối công ty mục tiêu. Hơn nữa, thuật ngữ ‘sáp nhập và mua lại’ cũng không tính đến hình thức “hợp nhất”, tuy

<sup>5</sup> Điều 104, Luật Doanh nghiệp 2005. Luật công ty ở hầu hết các nước đều đòi hỏi các quyết định chuyển nhượng, sáp nhập, hợp nhất công ty đều phải có sự thông qua của Đại hội đồng cổ đông.

<sup>6</sup> Chấm dứt hoạt động có thể mang ý nghĩa giải thể công ty hoặc bị rút tên khỏi thị trường chứng khoán.

không phổ biến nhưng không thể coi là một trường hợp cá biệt của sáp nhập (trong Luật Doanh nghiệp cũng tách biệt hai khái niệm này). Do đó, thuật ngữ “*thâu tóm và hợp nhất*” sẽ được giới thiệu và trình bày trong bài viết này để bao quát tất cả các hình thức của M&A từ khía cạnh quản trị công ty. Mặc dù vậy, trong một số đoạn (Phần 5 của bài viết), để thuận tiện trong việc phân loại chúng tôi sẽ gọi tất cả các hình thức thâu tóm và hợp nhất là sáp nhập, chẳng hạn như “sáp nhập ngang”, “sáp nhập dọc”...

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. Về mặt bản chất khái niệm và hệ quả pháp lý, hợp nhất và thâu tóm, sáp nhập là khác biệt; tuy nhiên nếu xét về tác động thực tế đối với quản trị công ty thì ranh giới phân biệt giữa chúng nhiều khi lại rất mong manh.

Chẳng hạn trong trường hợp việc thâu tóm 100% công ty mục tiêu được thực hiện thông qua phương thức hoán đổi cổ phiếu (stock swap) thì vụ sáp nhập đó không có gì khác so với một vụ hợp nhất.<sup>7</sup> Nếu căn cứ vào tính độc lập của ban điều hành hoặc thương hiệu sau sáp nhập thì trong rất nhiều trường hợp, ban điều hành, cơ cấu tổ chức và thương hiệu của công ty mục tiêu vẫn được giữ lại nguyên vẹn và hoạt động một cách tương đối độc lập với công ty thâu tóm, (trừ báo cáo tài chính được gộp vào báo cáo hợp nhất của công ty thâu tóm như một công ty thành viên). Thậm chí, sau một thời gian, các giám đốc điều hành trong công ty bị thâu tóm có thể được thăng tiến hoặc được cạnh tranh bình đẳng với những người đồng nhiệm để được cất nhắc vào các vị trí lãnh đạo cao hơn trong cấu trúc tổ chức của công ty thâu tóm. Hơn nữa, nhìn ở một khía cạnh khác khi một công ty sáp nhập công ty khác có quy mô tương đương thì bản thân công ty đó cũng sẽ không còn như trước, trên cả bình diện cơ cấu tổ chức, văn hóa công ty, uy tín, và thị phần. Rõ ràng, đối lực từ công ty bị sáp nhập ảnh hưởng lên công ty cũ là không hề nhỏ. Đó là chưa tính đến yếu tố cấu trúc cổ đông của tất cả công ty đều không phải là bất biến.

Sự khác biệt giữa sáp nhập và hợp nhất có lẽ chỉ thể hiện trong những trường hợp sau: (i) chủ sở hữu công ty sáp nhập quyết định dùng thặng dư vốn để mua cổ phần hoặc tài sản của công ty mục tiêu, sau đó thay thế ban điều hành và quyết định chuyển hướng chiến lược của bộ phận bị sáp nhập; trong trường hợp hợp nhất, các công ty có quyền quyết định ngang nhau trong Hội đồng quản trị mới và do đó về lý thuyết có tiếng nói trọng lượng như nhau trong việc lựa chọn ban điều hành và chiến lược công ty sau này; (ii) trường hợp “thôn tính mang tính thù địch” (hostile takeover), cổ đông của công ty bị sáp nhập được trả tiền để bán lại cổ phiếu của mình và hoàn toàn mất quyền kiểm soát công ty, công ty bị sáp nhập chấm dứt tồn tại xét cả về

---

<sup>7</sup> Công ty chủ động sáp nhập không sử dụng thặng dư vốn của mình để mua 100% cổ phần của công ty mục tiêu, mà sẽ cho phép cổ phiếu của công ty mục tiêu được hoán đổi (theo tỷ lệ hợp lý dựa trên giá thị trường) thành cổ phiếu của mình. Kết quả, cổ đông của công ty mục tiêu cũng sẽ trở thành một bộ phận cổ đông của công ty sáp nhập. Phương thức này cũng được sử dụng trong các vụ hợp nhất. Cổ đông của hai công ty cũ đều trở thành cổ đông của công ty mới với số cổ phiếu đã được hòa nhập theo một tỷ lệ nhất định tương ứng với thị giá cổ phiếu họ sở hữu trước đây.

đăng ký và tổ chức; trong khi đó hợp nhất thể hiện không khí hợp tác rõ nét, tương tự như trường hợp sáp nhập “thân thiện” (friendly merger), đồng thời cho ra đời một công ty mới, có thể với tên gọi và thương hiệu mới, cổ phiếu niêm yết mới, chấm dứt sự tồn tại của cả hai công ty cũ.

Như vậy, có thể thấy hợp nhất đòi hỏi mức độ hợp tác rất cao giữa các công ty tham gia hợp nhất. Điều này giải thích tại sao hình thức sáp nhập phổ biến hơn rất nhiều so với hợp nhất. Việc chia sẻ sở hữu, quyền lực và lợi ích một cách đồng đều và lâu dài luôn khó khăn và cá biệt. Khi có nhu cầu liên kết, các công ty có cùng chung lợi ích có nhiều sự lựa chọn các hình thức khác như lập một liên doanh mới tồn tại độc lập, hợp đồng hợp tác kinh doanh, hoặc ký kết các thỏa thuận liên minh hẹp (alliance) mà không ảnh hưởng đến nền tảng quản trị của công ty hiện tại. Suy cho cùng, dù thâm tóm hay hợp nhất công ty, ban quản trị nào cũng phải đối mặt với câu hỏi mấu chốt là: liệu thực thể mới sau sáp nhập hoặc hợp nhất có mạnh hơn hai thực thể cũ đứng riêng rẽ? Công ty thực hiện thâm tóm bao giờ cũng luôn chủ động và nắm chắc được câu trả lời cho câu hỏi ở trên hơn công ty thực hiện hợp nhất (chỉ đảm bảo được 50%), do đó hợp nhất luôn kém phổ biến hơn rất nhiều.

Một hình thức khác mà các công ty có thể chọn lựa là thương thảo với nhau để tổ chức cùng sáp nhập thông qua trao đổi cổ phần và chia sẻ thương hiệu. Ban quản trị công ty có ưu thế hơn sẽ nắm quyền quyết định trong khi đối tác của công ty còn lại vẫn có tiếng nói có trọng lượng của mình, công ty lớn chỉ phải làm thủ tục đổi tên (gộp chung thương hiệu) và các báo cáo tài chính hợp nhất mà không phải đăng ký lại công ty mới, văn hóa công ty và cơ cấu tổ chức vẫn hoạt động một cách độc lập như mô hình công ty mẹ - công ty con. Do đó, nhìn bề ngoài là sáp nhập, nhưng bên trong thực chất lại là hợp nhất. Đây là hình thức phổ biến nhất trong làn sóng M&A hiện nay. Bằng hình thức này, các công ty vẫn đạt được mục tiêu liên kết nguồn lực, giảm thiểu cạnh tranh, chia sẻ thị trường, thương hiệu mà không làm thay đổi cơ cấu cổ đông, giá trị công ty, sự linh hoạt và quyền chủ động trong điều hành, trong khi tránh được chi phí chuyển nhượng đất đỏ.

### **3. Các phương thức thực hiện thâm tóm và hợp nhất**

Việc xử lý các vấn đề xác định giá trị chuyển nhượng, phương thức thanh toán, chia nhập cổ phiếu, tài sản, thương hiệu, cơ cấu tổ chức của công ty mục tiêu hậu sáp nhập hoặc hợp nhất là nội dung hoàn toàn nằm trong phạm vi thỏa thuận giữa các bên liên quan, được thể hiện trên bản hợp đồng chuyển nhượng, hợp nhất công ty đó. Các thỏa thuận này mang tính chất chuyên biệt hóa đậm nét và sẽ là căn cứ cao nhất để xử lý tất cả các vấn đề liên quan hậu chuyển đổi, với điều kiện chỉ cần không vi phạm các quy định pháp luật về công ty, cạnh tranh và thuế của nước được chọn áp dụng luật. Trong trường hợp thôn tính mang tính thù địch, (sẽ nói ở phần sau), ban quản trị và điều hành của công ty mục tiêu ít có sự lựa chọn và quyền quyết định trong các vấn đề hậu sáp nhập nói trên.

Do đó, cách thức thực hiện thâm tóm và hợp nhất công ty cũng rất đa dạng tùy thuộc vào mục tiêu, đặc điểm quản trị, cấu trúc sở hữu và ưu thế so sánh của các công ty liên quan trong từng trường hợp cụ thể. Có thể tổng hợp một số cách thức phổ biến thường được sử dụng sau:

(i) chào thầu; (ii) lôi kéo cổ đông bất mãn; (iii) thương lượng tự nguyện với Hội đồng quản trị và ban điều hành; (iv) thu gom cổ phiếu trên thị trường chứng khoán; (v) mua tài sản công ty...

(i) *Chào thầu (tender offer)*: công ty hoặc cá nhân hoặc một nhóm nhà đầu tư có ý định mua đứt (buyout) toàn bộ công ty mục tiêu đề nghị cổ đông hiện hữu của công ty đó bán lại cổ phần của họ với một mức giá cao hơn thị trường rất nhiều (premium price). Giá chào thầu đó phải đủ hấp dẫn để đa số cổ đông tán thành việc từ bỏ quyền sở hữu cũng như quản lý công ty của mình. Ví dụ như công ty A đưa ra mức giá 65 USD/cổ phần của công ty B trong khi giá của cổ phiếu đó trên thị trường chỉ là 55 USD. Nếu công ty B có 70 triệu cổ phần thì có nghĩa công ty A đã trả 4550 triệu USD (so với thị giá 3850 triệu USD - chênh lệch 700 triệu USD) để mua lại toàn bộ công ty B. Nếu cổ đông của công ty B thấy mức giá đó hấp dẫn, theo luật pháp của nhiều nước, họ phải tiến hành họp Đại hội đồng cổ đông và tại đó quyết định bán toàn bộ cổ phần của mình cho công ty A để nhận một lượng giá trị tiền mặt tương ứng. Công ty A sau khi nắm giữ sở hữu, có thể cơ cấu lại công ty B và bán dần cổ phần của công ty này lại cho công chúng.

Hình thức đặt giá chào thầu này thường được áp dụng trong các vụ thôn tính mang tính thù địch đối thủ cạnh tranh. Công ty bị mua thường là công ty yếu hơn. Tuy vậy, vẫn có một số trường hợp một công ty nhỏ “nuốt” được một đối thủ nặng ký hơn, đó là khi họ huy động được nguồn tài chính khổng lồ từ bên ngoài để thực hiện được vụ thôn tính. Các công ty thực hiện thôn tính theo hình thức này thường huy động nguồn tiền mặt bằng cách: (a) sử dụng thặng dư vốn; (b) huy động vốn từ cổ đông hiện hữu, thông qua phát hành cổ phiếu mới hoặc trả cổ tức bằng cổ phiếu, phát hành trái phiếu chuyển đổi; (c) vay từ các tổ chức tín dụng. Điểm đáng chú ý trong thương vụ “chào thầu” là ban quản trị công ty mục tiêu bị mất quyền định đoạt, bởi vì đây là sự trao đổi trực tiếp giữa công ty thôn tính và cổ đông của công ty mục tiêu, trong khi ban quản trị (thường chỉ là người đại diện do đó trực tiếp nắm không đủ số lượng cổ phần chi phối) bị gạt ra bên ngoài. Thông thường, ban quản trị và các vị trí quản lý chủ chốt của công ty mục tiêu sẽ bị thay thế, mặc dù thương hiệu và cơ cấu tổ chức của nó vẫn có thể được giữ lại mà không nhất thiết bị sáp nhập hoàn toàn vào công ty thôn tính. Để chống lại vụ sáp nhập bất lợi cho mình, ban quản trị công ty mục tiêu có thể “chiến đấu” lại bằng cách tìm kiếm sự trợ giúp/bảo lãnh tài chính mạnh hơn, để có thể đưa ra mức giá chào thầu cổ phần cao hơn nữa cổ phần của các cổ đông hiện hữu đang ngã lòng. Biện pháp này được gọi là “Mã hồi thương” (Shark repellent).

(ii) *Lôi kéo cổ đông bất mãn (Proxy fights)*: cũng thường được sử dụng trong các vụ “thôn tính mang tính thù địch”. Khi lâm vào tình trạng kinh doanh yếu kém và thua lỗ, luôn có một bộ phận không nhỏ cổ đông bất mãn và muốn thay đổi ban quản trị và điều hành công ty mình. Công ty cạnh tranh có thể lợi dụng tình cảnh này để lôi kéo bộ phận cổ đông đó. Trước tiên, thông qua thị trường, họ sẽ mua một số lượng cổ phần tương đối lớn (nhưng chưa đủ để chi phối) cổ phiếu trên thị trường để trở thành cổ đông của công ty mục tiêu. Sau khi đã nhận được sự ủng hộ, họ và các cổ đông bất mãn sẽ triệu tập họp Đại hội đồng cổ đông, hội đủ số lượng cổ phần chi phối để loại ban quản trị cũ và bầu đại diện của công ty thôn tính vào Hội đồng

quản trị mới. Cảnh giác với hình thức thôn tính này, ban quản trị của công ty bị sáp nhập có thể sắp đặt các nhiệm kỳ của ban điều hành và ban quản trị xen kẽ nhau ngay từ trong Điều lệ công ty. Bởi vì mục đích cuối cùng của công ty thôn tính và các cổ đông bất mãn là thay đổi ban điều hành.

(iii) *Thương lượng tự nguyện* với ban quản trị và điều hành là hình thức phổ biến trong các vụ sáp nhập “thân thiện” (friendly mergers). Nếu cả hai công ty đều nhận thấy lợi ích chung tiềm tàng trong một vụ sáp nhập và những điểm tương đồng giữa hai công ty (về văn hóa tổ chức, hoặc thị phần, sản phẩm...), người điều hành sẽ xúc tiến để ban quản trị của hai công ty ngồi lại và thương thảo cho một hợp đồng sáp nhập. Có không ít trường hợp, chủ sở hữu các công ty nhỏ, thua lỗ hoặc yếu thế trong cuộc cạnh tranh tìm cách rút lui bằng cách bán lại, hoặc tự tìm đến các công ty lớn hơn để đề nghị được sáp nhập hòng lật ngược tình thế của công ty mình trên thị trường.

Ngoài các phương án chuyển nhượng cổ phiếu hay tài sản bằng tiền mặt hoặc kết hợp tiền mặt và nợ, các công ty thực hiện sáp nhập thân thiện còn có thể chọn phương thức hoán đổi cổ phiếu (stock swap) để biến cổ đông của công ty này trở thành cổ đông của công ty kia và ngược lại. Đây là hình thức có thể được Công ty Kinh Do Corp. (KDC) của Việt Nam lựa chọn để sáp nhập Công ty North Kinh Do (NKD) trong thời gian tới.<sup>8</sup> Ví dụ: thị giá cổ phiếu của KDC lúc đóng cửa ngày 4/7/07 là 233000 VND/cổ phiếu (với khối lượng cổ phiếu lưu hành là 30 triệu), cổ phiếu NKD là 168000 VND/cổ phiếu (với khối lượng 10 triệu cổ phiếu). Công ty KDC là công ty đóng vai trò chủ đạo, do đó cổ đông của NKD sẽ nhận cổ phiếu mới theo tỷ lệ: 1,39 cổ phiếu cũ đổi 1 cổ phiếu mới (10 triệu cổ phiếu NKD = 7,19 triệu cổ phiếu mới). Như vậy, nếu tính ngày sáp nhập là 5/7/2007, khối lượng cổ phiếu của công ty mới là 37,19 triệu, với giá tham chiếu lúc mở cửa thị trường là 233000 VND/cổ phiếu. Tổng thị giá và số lượng cổ đông của công ty mới đúng bằng thị giá và số lượng cổ đông của hai công ty cũ cộng lại.

Một hình thức khá phổ biến trong thời gian gần đây là trao đổi cổ phần, để nắm giữ chéo sở hữu công ty của nhau. Thực chất, hình thức này mang tính liên minh hơn là sáp nhập. Đây là trường hợp Tập đoàn News Corp. của nhà tỷ phú Murdoch đang cân nhắc bán lại mạng xã hội ảo MySpace để đổi lấy 25% cổ phần của Yahoo (tương đương 12 tỷ USD).<sup>9</sup> Nếu nhìn nhận MySpace như khoản tiền mặt News Corp. trả cho Yahoo thì có thể coi đây là một vụ thu tóm theo đúng nghĩa. Tuy nhiên, xuất phát từ động cơ liên minh giữa hai hãng chia sẻ nhiều điểm chung về lợi ích, cơ sở khách hàng, vụ sáp nhập này có lợi cho cả hai bên. Yahoo sẽ được MySpace tiếp sức cho cuộc chiến với Google, đổi lại News Corp. sẽ có chân trong ban quản trị của Yahoo.

(iv) *Thu gom cổ phiếu trên thị trường chứng khoán*: công ty có ý định thu tóm sẽ giải ngân để gom dần cổ phiếu của công ty mục tiêu thông qua giao dịch trên thị trường chứng khoán, hoặc mua lại của các cổ đông chiến lược hiện hữu. Phương án này đòi hỏi thời gian, đồng thời nếu đề lộ ý đồ thôn tính, giá của cổ phiếu đó có thể tăng vọt trên thị trường. Ngược

<sup>8</sup> Theo Nghị quyết ĐHCĐ 2006, ngày 12/04/2007 của Công ty Cổ phần Kinh Đô.

<sup>9</sup> [http://news.yahoo.com/s/infoworld/20070620/tc\\_infoworld/89502](http://news.yahoo.com/s/infoworld/20070620/tc_infoworld/89502)

lại, cách thu tóm này nếu được thực hiện dần dần và trôi chảy, công ty thu tóm có thể đạt được mục đích cuối cùng của mình một cách êm thấm, không gây xáo động lớn cho “con mồi” của mình, trong khi chỉ cần trả một mức giá rẻ hơn so với hình thức chào thầu rất nhiều.

(v) *Mua lại tài sản công ty* gần giống phương thức chào thầu. Công ty sáp nhập có thể đơn phương hoặc cùng công ty mục tiêu định giá tài sản của công ty đó (họ thường thuê một công ty tư vấn chuyên định giá tài sản độc lập). Sau đó các bên sẽ tiến hành thương thảo để đưa ra mức giá phù hợp (có thể cao hoặc thấp hơn). Phương thức thanh toán có thể bằng tiền mặt và nợ. Điểm hạn chế của phương thức này là các tài sản vô hình như thương hiệu, thị phần, bản hàng, nhân sự, văn hóa tổ chức rất khó được định giá và được các bên thống nhất. Do đó, phương thức này thường chỉ áp dụng để tiếp quản lại các công ty nhỏ, mà thực chất là nhắm đến các cơ sở sản xuất, nhà xưởng máy móc, dây chuyền công nghệ, hệ thống cửa hàng, đại lý đang thuộc sở hữu của công ty đó.

#### **4. Xử lý các vấn đề hậu thu tóm và hợp nhất**

Trước khi thực hiện thu tóm và sáp nhập, các bên liên quan cần phải dự liệu và thậm chí thương thảo để thống nhất trước về các vấn đề quan trọng như thuế, xử lý nợ, lợi ích cổ đông thiểu số, người lao động, cơ cấu tổ chức, ban điều hành, văn hóa công ty, thương hiệu và thị trường.

Cách tính thuế có ảnh hưởng không nhỏ đến giá trị của vụ mua bán tùy vị trí của các bên. Bên bán phải nộp thuế thu nhập cá nhân trong khi bên mua quan tâm đến thuế chuyển nhượng tài sản. Họ có thể giảm trừ thuế bằng cách coi tài sản của công ty bị sáp nhập như tài sản thanh lý (bị khấu hao nhanh hơn). Tuy nhiên, các cổ đông bên bán lại đòi hỏi bên mua phải bồi thường cho họ khoản thuế thu nhập cá nhân, họ phải trả cho khoản tiền mặt có được từ bán cổ phiếu. Khoản bồi thường này có thể được hiểu như một phần trong khoản chênh lệch giá (premium price) mà bên bán đưa ra trong hình thức chào thầu đề cập ở phần trên. Như vậy, khoản thuế chuyển nhượng mà bên mua được giảm trừ sẽ được sử dụng để bồi thường cho khoản thuế thu nhập bên bán phải trả. Qua đó, gánh nặng thuế trong vụ chuyển nhượng vừa được giảm thiểu (tránh đánh thuế kép) vừa được cả hai bên chia sẻ một cách công bằng. Nếu muốn tránh nghĩa vụ thuế, các bên có thể thực hiện sáp nhập, hợp nhất thông qua các phương thức như lôi kéo cổ đông bất mãn, hoán đổi cổ phiếu, trao đổi cổ phần, thu gom cổ phiếu trên sàn chứng khoán. Tuy nhiên, thuế thu nhập vẫn sẽ được áp dụng trong tương lai khi họ bán lại các cổ phiếu hoặc công ty này cho một bên thứ ba (chuyển nhượng lần 2).

Trong một vụ sáp nhập (thu tóm 100%), nợ của công ty bị sáp nhập luôn được tính vào tài sản của công ty, và được tính gộp vào cả gói chuyển nhượng, có nghĩa là công ty sáp nhập sẽ tiếp quản toàn bộ nghĩa vụ nợ của công ty mục tiêu. Chẳng hạn, trong vụ mua Tập đoàn khách sạn Hilton Hotels, công ty quản lý quỹ BlackStone chào thầu cả gói với giá trị 26 tỷ USD,



trong đó 20 tỷ USD để mua toàn bộ 421 triệu cổ phiếu của Hilton ở mức 47,5 USD/cổ phiếu (cao hơn 32% thị giá ngày chốt quyền) và 6 tỷ USD để thanh lý nợ của Tập đoàn này.<sup>10</sup>

Trong nhiều trường hợp, nhất là trong phương thức “lôi kéo cổ đông bất mãn”, cổ đông thiểu số có nguy cơ bị gạt ra ngoài các quyết định sáp nhập công ty. Có thể lấy ví dụ điển hình qua vụ gia đình Bancroft (là cổ đông thiểu số) phản đối kế hoạch thu tóm Công ty Dow Jones (do Bancroft sáng lập) của Tập đoàn truyền thông News Corp. với giá 5 tỷ USD. Ngoài ra, lợi ích của người lao động trong công ty bị sáp nhập cũng cần được chú ý đúng mức. Thực tiễn cho thấy hàng vạn công nhân có thể bị mất việc làm sau khi hãng của họ bị thu tóm và cơ cấu lại nhằm giảm chi phí nhằm tìm kiếm tăng trưởng lợi nhuận nhanh chóng cho công ty thu tóm ngay sau vụ sáp nhập. Do đó, để tránh sự phản đối có thể đến từ phía công đoàn, các bên cần thỏa thuận cả vấn đề chế độ bồi thường hợp lý cho các nhân viên và công nhân một khi bị hãng mới sa thải.

Tuy vậy, sau khi chuyển giao quyền sở hữu, chỉ có rất ít trường hợp cơ cấu tổ chức của công ty mục tiêu bị xáo trộn đáng kể trong khoảng thời gian ngắn (6-18 tháng). Tùy đặc điểm và mục tiêu của từng vụ sáp nhập, nếu công ty mục tiêu đang hoạt động tốt và mục đích sáp nhập nhằm thu tóm tài sản cũng như nguồn lợi nhuận từ công ty đó thì việc thay đổi ban điều hành cũng như cơ cấu lại tổ chức của công ty bị sáp nhập thường không xảy ra. Công ty sáp nhập sẽ chỉ tiếp quản các chức danh trong ban quản trị để thực hiện quyền chủ sở hữu, trong khi giữ công ty bị sáp nhập cùng ban điều hành hoạt động bình thường và độc lập như một công ty thành viên của mình. Trong trường hợp ngược lại, nếu công ty mục tiêu đang thua lỗ và xuống dốc, công ty sáp nhập hy vọng sẽ thực hiện được một cuộc “lợi ngược dòng” (turn-around) từ “món hàng rẻ tiền” đó, thì ban điều hành cũ cảm chắc suýt ra đi, cơ cấu tổ chức sẽ bị xáo trộn hoặc sáp nhập thẳng vào các phòng ban của công ty mới và nhân công bị sa thải hàng loạt.

Một điểm đáng chú ý là hầu hết các vụ sáp nhập đều thất bại trong việc hòa nhập văn hóa của các công ty với nhau. Văn hóa của công ty là một thực thể trừu tượng và vô hình, gắn chặt với lịch sử phát triển, tài sản nhân lực và chính sách của từng công ty, và đúng ra phải được tính vào tài sản chung của công ty đó. Do đó, chúng không dễ tìm được tiếng nói chung và thỏa hiệp, ngay kể cả khi ban lãnh đạo của hai công ty đồng lòng thực hiện hợp nhất. Trong trường hợp công ty mục tiêu bị “thay máu” triệt để như nói trên, văn hóa công ty đó kể như bị xóa bỏ. Điều đó có hai mặt, nếu văn hóa tổ chức và kinh doanh góp phần vào sự thua lỗ của công ty thì sự thay thế là cần thiết; nhưng trong trường hợp văn hóa công ty không phải là nguyên nhân chính dẫn đến sự yếu kém trong kết quả kinh doanh (có thể vì chiến lược sai lầm, giá nguyên liệu gia tăng, khủng hoảng vĩ mô...) thì rõ ràng việc văn hóa công ty cũ bị thay thế là điều đáng tiếc. Nhìn chung, văn hóa công ty là một trong những nguyên nhân hàng đầu khiến nhiều vụ sáp nhập không vận hành và đạt được kết quả như ban đầu mong muốn. Lãnh đạo các công ty

---

<sup>10</sup> <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=ag3HqZ25twC8&refer=home>

thường mắc sai lầm cố hữu khi cho rằng sáp nhập chỉ đơn thuần liên quan đến hoạt động tài chính và đánh giá thấp những xung đột văn hóa thường xảy đến trong tương lai. Thông thường, các nhân viên từ cấp thấp - trung có khuynh hướng đối phó với vụ sáp nhập, vốn được quyết định ở những tầng nấc quản lý cao hơn. Vì vậy, để có thể tránh được những xung đột văn hóa tiềm tàng, ban điều hành công ty sáp nhập cần thực hiện những hoạt động tuyên truyền định hướng về các chính sách, chế độ liên quan một cách sâu rộng cho các nhân viên ở mọi cấp của cả hai công ty, đồng thời xây dựng cho công ty mới một chiến lược hòa nhập văn hóa công ty với tầm nhìn mới để có thể lôi cuốn toàn bộ nguồn nhân lực công ty vào những sứ mệnh lớn lao hơn những lợi ích và văn hóa cục bộ trước đây của mình.

Về thị trường và thương hiệu, tùy thuộc sự giống và khác nhau về thị phần và sản phẩm của hai công ty mà công ty sáp nhập sẽ có quyết định nhập hay không nhập thị phần và hệ thống phân phối của họ sau khi sáp nhập. Ví dụ: Công ty BP và Công ty Castrol là hai đối thủ cạnh tranh trên cùng một thị phần sản phẩm dầu nhớt cho công nghiệp và cho xe ô tô, xe gắn máy. Hệ thống đại lý của hai hãng có nhiều tương đồng, nhưng thường là đại lý độc quyền ở mỗi địa phương (tỉnh). Sau khi BP thu mua lại Castrol, họ sẽ sáp nhập hai hệ thống phân phối với nhau bằng cách các đại lý của mỗi bên sẽ tiêu thụ cả hai dòng hàng nhãn hiệu BP và Castrol, thị phần của họ vẫn được giữ nguyên trạng ở mỗi địa phương (hoặc lựa chọn một trong hai đại lý sẽ thành đại lý cấp 2). Ngoài ra, những nhà phân phối vốn từ trước chỉ phân phối một dòng hàng thì từ nay sẽ phân phối cả hai dòng hàng (như vậy là mở rộng được thị trường cho cả hai sản phẩm). Hơn thế nữa, họ còn có thể kết hợp sử dụng chung nguồn cung đầu vào, cơ sở sản xuất, kho bãi, dịch vụ vận tải... Như vậy, cả hai nhãn hàng sẽ đều không những không mất thị phần mà còn tận dụng hiệu quả hệ thống phân phối chung của mình, phối hợp chiến lược tiếp thị một cách thống nhất sau khi sáp nhập, để cạnh tranh với các đối thủ còn lại. Ví dụ khác, một công ty bảo hiểm sáp nhập vào một ngân hàng, một trang web bán hàng trực tuyến hợp nhất với một công ty chuyên cung cấp công cụ tìm kiếm trên mạng hay với một công ty thanh toán thẻ... Trong tất cả trường hợp này, họ đều có thể tận dụng cơ sở khách hàng của nhau để nhân đôi thị phần và tăng cường các công cụ để phục vụ khách hàng của mình tốt hơn.

Trong khi đó, thương hiệu có lẽ là tài sản duy nhất tồn tại gần như vĩnh viễn bất chấp mọi cuộc sáp nhập. Thương hiệu là một phần tài sản của công ty, gắn liền với lịch sử hình thành, uy tín, phân khúc thị trường, công nghệ, nguyên liệu, nhân lực... của từng công ty. Để xây dựng thành công thương hiệu, công ty phải đầu tư công sức, tiền của có khi nhiều hơn giá trị được tính trong tổng tài sản công ty mà sau này họ bán lại. Thương hiệu đi liền với thị phần. Thương hiệu của công ty và sản phẩm của công ty bị sáp nhập thường được giữ lại nguyên vẹn hoặc gộp vào công ty mới, ví dụ như Exxon - Mobil hay Colgate - Palmolive. Như vậy, chúng ta có thể thấy các thương hiệu đã được “mặc định” như Sony, Intel, CocaCola, Ford, Hilton, Reuters sẽ vẫn mãi tồn tại cho dù sở hữu đằng sau của chúng có thay đổi như thế nào đi nữa theo thời gian.

## **5. Phân loại và động cơ thực hiện thu mua và hợp nhất**

M&A được phân biệt thành ba loại dựa theo mối quan hệ cạnh tranh giữa các bên liên quan với nhau, cụ thể là: (i) sáp nhập ngang; (ii) sáp nhập dọc; và (iii) sáp nhập tổ hợp.<sup>11</sup>

Sáp nhập theo chiều ngang (horizontal mergers) là sự sáp nhập hoặc hợp nhất giữa hai công ty kinh doanh và cạnh tranh trên cùng một dòng sản phẩm, trong cùng một thị trường. Ví dụ, giữa hai công ty sản xuất ô tô (GM mua Deawoo) sáp nhập với nhau. Kết quả từ những vụ sáp nhập này theo dạng này sẽ đem lại cho bên sáp nhập cơ hội mở rộng thị trường, kết hợp thương hiệu, giảm chi phí cố định, tăng cường hiệu quả của hệ thống phân phối và hậu cần. Rõ ràng, khi hai đối thủ cạnh tranh trên thương trường kết hợp lại với nhau (dù sáp nhập hay hợp nhất) họ không những giảm bớt cho mình một đối thủ mà còn tạo nên một sức mạnh lớn hơn để đương đầu với các đối thủ còn lại. Mặc dù vậy, cũng có trường hợp công ty bị sáp nhập trở thành gánh nặng cho công ty mua lại, như trong vụ Daimler - Chrysler.

Sáp nhập theo chiều dọc (vertical mergers) là sự sáp nhập hoặc hợp nhất giữa hai công ty nằm trên cùng một chuỗi giá trị, dẫn tới sự mở rộng về phía trước hoặc phía sau của công ty sáp nhập trên chuỗi giá trị đó. Được chia thành hai phân nhóm: (a) *sáp nhập tiến (forward)* khi một công ty mua lại công ty khách hàng của mình, công ty may mặc mua lại chuỗi cửa hàng bán lẻ quần áo là một ví dụ; (b) *sáp nhập lùi (backward)* khi một công ty mua lại nhà cung cấp của mình, chẳng hạn như công ty sản xuất sữa mua lại công ty bao bì, đóng chai hoặc công ty chăn nuôi bò sữa... Sáp nhập theo chiều dọc đem lại cho công ty tiến hành sáp nhập lợi thế về đảm bảo và kiểm soát chất lượng nguồn hàng hoặc đầu ra sản phẩm, giảm chi phí trung gian, khống chế nguồn hàng hoặc đầu ra của đối thủ cạnh tranh...

Sáp nhập tổ hợp (conglomerate mergers) bao gồm tất cả các loại sáp nhập khác (thường hiếm khi có hình thức hợp nhất). Sáp nhập tổ hợp được phân thành 3 nhóm: (a) *sáp nhập tổ hợp thuần túy*, hai bên không hề có mối quan hệ nào với nhau, như một công ty thiết bị y tế mua công ty thời trang; (b) *sáp nhập bành trướng về địa lý*, hai công ty sản xuất cùng một loại sản phẩm nhưng tiêu thụ trên hai thị trường hoàn toàn cách biệt về địa lý, chẳng hạn một tiệm ăn ở Hà Nội mua một tiệm ăn ở Singapore; (c) *sáp nhập đa dạng hóa sản phẩm*, hai công ty sản xuất hai loại sản phẩm khác nhau nhưng cùng ứng dụng một công nghệ sản xuất hoặc tiếp thị gần giống nhau, ví dụ một công ty sản xuất bột giặt mua một công ty sản xuất thuốc tẩy vệ sinh. Sáp nhập tổ hợp không phổ biến bằng hai loại hình trước.

Động cơ nào thúc đẩy các công ty tham gia M&A? Lợi ích họ thu được rất phong phú, cũng như sự đa dạng trong loại hình và cách thức thực hiện M&A đã được đề cập ở trên. Có thể liệt kê một số nhóm lợi ích chủ yếu sau đây. Tuy nhiên, trước hết phải kể đến một động cơ mang tính chất trung tính, đó là nhu cầu M&A để tồn tại trong môi trường cạnh tranh khốc liệt. Trong cuộc phỏng vấn của Tạp chí Entrepreneur, Tiến sỹ Jacalyn Sherrinton, nhà tư vấn hàng đầu về quản lý công ty, đã nói: “Dưới sức ép cạnh tranh của môi trường kinh doanh toàn cầu hôm nay, các công ty buộc phải phát triển để tồn tại, và một trong những cách tốt nhất để tồn tại là hợp nhất hoặc thôn tính các công ty khác”<sup>12</sup> Cạnh tranh thúc đẩy M&A, và M&A càng

<sup>11</sup> Small Business Encyclopedia và Law Encyclopedia (online).

<sup>12</sup> <http://www.entrepreneur.com/magazine/entrepreneur/1997/october/14630.html>

khiến cuộc cạnh tranh gay gắt hơn. Để công ty của mình không bị đối thủ cạnh tranh thâm tóm sáp nhập và địa vị của bản thân không bị đe dọa, ban quản trị và điều hành các công ty luôn phải chủ động tìm cơ hội thực hiện M&A để giành lợi thế cạnh tranh trước thị trường. Các nhóm lợi ích phổ biến:

(i) *Hợp lực thay cạnh tranh*: Chắc chắn số lượng “người chơi” sẽ giảm đi khi có một vụ sáp nhập hoặc hợp nhất giữa các công ty vốn là đối thủ của nhau trên thương trường; cũng có nghĩa là sức nóng cạnh tranh không những giữa các bên liên quan mà cả thị trường nói chung sẽ được hạ nhiệt. Hơn nữa, tư duy *cùng thắng* (win - win) đang ngày càng chiếm ưu thế đối với tư duy cũ *thắng - thua* (win - lose). Các công ty hiện đại không còn theo mô hình công ty của một chủ sở hữu - gia đình sáng lập, mang tính chất “đóng” như trước, mà các cổ đông bên ngoài ngày càng có vị thế lớn hơn do công ty luôn thiếu vốn (quá trình đi lên của Yahoo, Amazon.com là những ví dụ điển hình). Chủ sở hữu chiến lược của các công ty đều có thể dễ dàng thay đổi, và việc nắm sở hữu chéo của nhau đã trở nên phổ biến. Thực chất, đứng đằng sau các tập đoàn hùng mạnh về sản xuất công nghiệp hay dịch vụ đều là các tổ chức tài chính khổng lồ. Do đó, xét về bản chất các công ty đều có chung một chủ sở hữu. Họ đã tạo nên một mạng lưới công ty, mà trong đó không có xung lực cạnh tranh nào đối lập hẳn với nhau, mà ngược lại tất cả chỉ cùng chung một mục tiêu phục vụ tốt hơn khách hàng và giảm chi phí để tạo lợi nhuận cao và bền vững hơn.

(ii) *Nâng cao hiệu quả*: Thông qua M&A các công ty có thể tăng cường hiệu quả kinh tế nhờ quy mô (economies of scale) khi nhân đôi thị phần, giảm chi phí cố định (trụ sở, nhà xưởng), chi phí nhân công, hậu cần, phân phối. Các công ty còn có thể bổ sung cho nhau về nguồn lực (đầu vào) và các thế mạnh khác của nhau như thương hiệu, thông tin, bí quyết, dây chuyền công nghệ, cơ sở khách hàng, hay tận dụng những tài sản mà mỗi công ty chưa sử dụng hết giá trị (chẳng hạn một công ty chứng khoán sáp nhập với một ngân hàng, công ty điện thoại và công ty cung cấp Internet...). Ngoài ra, còn có trường hợp công ty thực hiện M&A với một công ty đang thua lỗ nhằm mục đích trốn thuế cho phần lợi nhuận của bản thân. Có trường hợp các công ty thực hiện M&A để đạt được thị phần khổng lồ nhằm áp đặt giá cho thị trường.

(iii) *Tham vọng bành trướng tổ chức và tập trung quyền lực thị trường*: Các công ty đã thành công thường nuôi tham vọng rất lớn trong việc phát triển tổ chức của mình ngày một lớn mạnh và thống trị không những trong phân khúc và dòng sản phẩm hiện tại mà còn lan sang cả những lĩnh vực khác. Những tập đoàn như GE của Mỹ, Chungho Holdings của tỷ phú Li Ka Shing của Hongkong, hay trường hợp Công ty FPT, Công ty Trung Nguyên của Việt Nam là những ví dụ điển hình. Từ một công ty thành danh trong lĩnh vực công nghệ tin học, FPT hiện đã mở rộng sang các lĩnh vực mạng điện thoại cố định, di động, truyền hình trực tuyến, đào tạo đại học, chứng khoán và sắp tới cả bất động sản, giáo dục phổ thông... Ngoài ý đồ muốn xây dựng “đế chế” của riêng ban lãnh đạo, cũng phải xét đến yếu tố động cơ xuất phát từ nội tại. Đó là sức ép thăng tiến từ các quan chức trong nội bộ công ty. Những lý do này gộp lại nhiều khi khiến một tổ chức cứ phình to mãi bất chấp tính hiệu quả. Sự sụp đổ của tập đoàn Daewoo cũng có phần bắt nguồn từ một quá trình tương tự.

(iv) *Giảm chi phí gia nhập thị trường*: ở những thị trường có sự điều tiết mạnh của chính phủ, việc gia nhập thị trường đòi hỏi doanh nghiệp phải đáp ứng nhiều điều kiện khắt khe, hoặc chỉ thuận lợi trong một giai đoạn nhất định, thì những công ty đến sau chỉ có thể gia nhập thị trường đó thông qua thu mua những công ty đã hoạt động trên thị trường. Điều này rất phổ biến đối với ĐTNN ở Việt Nam, đặc biệt là ngành ngân hàng, tài chính, bảo hiểm. Theo cam kết của Việt Nam với WTO, nước ngoài chỉ được lập ngân hàng con 100% từ tháng 4/2007, lập chi nhánh nhưng không được lập chi nhánh phụ, không được huy động tiền gửi bằng đồng Việt Nam từ người Việt Nam trong 5 năm. Công ty chứng khoán 100% nước ngoài chỉ được thành lập sau 5 năm (2012). Như vậy, rõ ràng nếu các ngân hàng, công ty chứng khoán nước ngoài không muốn chậm chân trong việc cung cấp đầy đủ các dịch vụ và giành thị phần trong giai đoạn phát triển rất mạnh của thị trường ngân hàng tài chính Việt Nam, thì họ buộc phải mua lại cổ phần của các doanh nghiệp trong nước (tuy cũng bị hạn chế 30%).

Hơn nữa, không những tránh được các rào cản về thủ tục để đăng ký thành lập (vốn pháp định, giấy phép), bên mua lại còn giảm được cho mình chi phí và rủi ro trong quá trình xây dựng cơ sở vật chất và cơ sở khách hàng ban đầu.<sup>13</sup> Nếu sáp nhập một công ty đang ở thế yếu trên thị trường, những lợi ích này còn lớn hơn giá trị vụ chuyển nhượng, và chứng minh quyết định gia nhập thị trường theo cách này của người “đến sau” là một quyết định đúng đắn. Trong một số trường hợp, mục đích chính của người thực hiện M&A không chỉ là gia nhập thị trường mà còn nhằm mua lại một ý tưởng kinh doanh có nhiều triển vọng (như Phở 24, comhop.com<sup>14</sup>).

(v) *Thực hiện chiến lược đa dạng hóa và dịch chuyển trong chuỗi giá trị*: Nhiều công ty chủ động thực hiện M&A để hiện thực hóa chiến lược đa dạng hóa sản phẩm hoặc mở rộng thị trường của mình. Khi thực hiện chiến lược này, công ty sẽ xây dựng được cho mình một danh mục đầu tư cân bằng hơn nhằm tránh rủi ro phi hệ thống. Ngoài ra, một số công ty còn thực hiện chiến lược tiến hay lùi trong chuỗi giá trị (forward/backward integration) thông qua M&A. Lợi ích từ những vụ sáp nhập này đã được nêu ở phần trên, trong hai loại hình sáp nhập dọc và sáp nhập tổ hợp.

## **6. Kinh nghiệm quốc tế về quản lý nhà nước đối với thu mua và hợp nhất**

Giai đoạn cuối thế kỷ XIX đầu thế kỷ XX đánh dấu thời kỳ đỉnh cao trong quá trình tập trung tư bản của nền kinh tế thế giới cùng sự phát triển với tốc độ mà ngày nay chúng ta gọi là “nóng” của các cường quốc mới nổi như Hoa Kỳ, Đức, Nhật Bản. Đây là thời kỳ vẫn được coi là chuyển giao từ chủ nghĩa tư bản tự do cạnh tranh sang chủ nghĩa tư bản độc quyền với sự hình thành của các tập đoàn công nghiệp khổng lồ (trust, consortium). Ngày nay, nhìn dưới góc độ quản trị công ty, đó chính là làn sóng đầu tiên về M&A trên thế giới được nhận biết một cách rõ nét. Cuộc Đại sáp nhập này (1895-1905) bắt nguồn từ tình trạng khủng hoảng thừa năm 1893 khi lượng cầu suy yếu kéo theo giá tiêu dùng giảm mạnh. Đứng trước nguy cơ này, hàng loạt công ty Mỹ đã thực hiện sáp nhập ngang nhằm tạo ra những dây chuyền sản xuất khổng lồ

<sup>13</sup> PepsiCo. mua 80% cổ phần nước uống hoa quả Sandora LLC Ucraina, 542 triệu USD.

<sup>14</sup> <http://vietnamnet.vn/cntt/2005/08/480749/>

với lượng thâm dụng tư bản cao, tối đa hóa hiệu suất lao động, khai thác lợi thế kinh tế nhờ quy mô nhằm giảm thiểu chi phí trên đơn vị sản phẩm. Với quy mô sản xuất và quyền lực thị trường mới sau sáp nhập, họ hy vọng sẽ kìm hãm được tốc độ giảm giá, và duy trì lợi nhuận trên nền tảng chi phí tối thiểu.<sup>15</sup>

Để hình dung tầm cỡ của cuộc Đại sáp nhập này, cần biết rằng tổng giá trị các công ty sáp nhập năm 1900 bằng 20% GDP của Mỹ tại cùng thời điểm, trong khi tỷ lệ của làn sóng gần đây nhất chỉ là 3% (1990) và 10-11% (1998-2000). Hoa Kỳ còn tiếp tục chứng kiến bốn làn sóng sáp nhập nữa vào năm 1929; nửa sau thập niên 60; nửa đầu thập niên 80; và nửa sau thập niên 90. Các chu kỳ sáp nhập đều rơi vào những giai đoạn kinh tế phát triển thịnh vượng và hoạt động kinh doanh, nhất là thị trường chứng khoán tăng trưởng mạnh. Trong bối cảnh đó, ban quản trị và điều hành các công ty luôn chịu sức ép không những tối đa hóa lợi nhuận mà còn phải tạo ra sức sống và vị thế mới cho công ty trước đối thủ cạnh tranh, trong đó chủ động thực hiện M&A là một trong những lựa chọn thú vị. Thực ra, sức nóng cạnh tranh của thị trường buộc họ đứng trước sự lựa chọn gay gắt “phát triển hoặc bị thôn tính”. Mặt khác, chu kỳ dương của nền kinh tế giúp lượng tiền đổ vào thị trường tài chính một cách dồi dào, đủ để cho phép các công ty có thể thực hiện được những cuộc M&A ngoạn mục của mình mà ở các thời kỳ khác họ không dám nghĩ tới. Đơn cử như giai đoạn nửa cuối những năm 90, khi nền kinh tế Mỹ hồi phục mạnh mẽ dưới thời Clinton và sự thăng hoa của khu vực IT, tổng trị giá sáp nhập liên tiếp lập những kỷ lục mới, năm sau cao hơn năm trước từ 1994-1999. Có thể kể tên một số vụ đại sáp nhập điển hình như AOL - Time Warner (166 tỷ USD); Traveler's Group – Citicorp (72.6 tỷ); WorldCom –MCI (41.9 tỷ); Exxon –Mobil (77.2 tỷ), DaimlerBenz – Chrysler (39.5 tỷ); Chevron - Texaco (35 tỷ); Walt Disney - ABC Capital Cities (19 tỷ), HP - Compaq (25 tỷ).<sup>16</sup>

Các lĩnh vực thực hiện M&A nhiều nhất đều cùng chung đặc điểm phát triển nhanh, cạnh tranh lớn. Nếu trước đây đó là các ngành công nghiệp ô tô, thép, năng lượng thì ngày nay đã có những ngành mới nổi lên như truyền thông, công nghệ thông tin, tài chính, chứng khoán, dược phẩm, thông tấn... Về phạm vi địa lý, bản đồ M&A của thế giới cũng có nhiều thay đổi. Thị trường thế giới ngày càng đồng nhất và được toàn cầu hóa. Các công ty đa quốc gia mở rộng hoạt động vào các nền kinh tế mới nổi và đang chuyển đổi như Nga, Trung Quốc, Ấn Độ, NIEs châu Á, Đông Âu, Trung Đông, hứa hẹn tỷ suất lợi nhuận cao hơn các thị trường truyền thống. Ngược lại, M&A cũng là một công cụ hữu hiệu để các công ty của những nước đang phát triển này vươn ra thị trường thế giới. Mới đây nhất, Công ty ô tô Nam Kinh (Trung Quốc) đã làm thị trường ô tô thế giới giật mình khi mua hãng MG Rover của Anh với giá 50 triệu Bảng (2004-2005). Công ty khác của Trung Quốc là Lenovo còn mua một đơn vị sản xuất máy tính cá nhân

---

<sup>15</sup> Tuy vậy, cho đến năm 1929, rất nhiều công ty đã bị tách lại theo luật Sherman và Clayton. Hơn nữa, đa phần các công ty đều không chịu cắt giảm sản lượng của mình; do đó, kinh tế thế giới vẫn tiếp tục không thể tránh khỏi tình trạng khủng hoảng thừa trong các thập niên đầu thế kỷ XX.

<sup>16</sup> US History Encyclopedia.

của IBM với giá 1,75 tỷ USD, TCL mua lại chi nhánh sản xuất tivi của Thomson (Pháp), Haier Group mua lại hãng sản xuất thiết bị gia dụng Maytag Corp.<sup>17</sup>

Về quản lý nhà nước đối với M&A có hai mối quan tâm lớn nhất của quản lý nhà nước đối với M&A là (i) bảo vệ quyền lợi cổ đông, nhất là cổ đông thiểu số và (ii) 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 các vụ sáp nhập. Tuy nhiên, như đã phân tích ở trên, cổ đông thiểu số có thể bị gạt ra khỏi các quyết định sáp nhập. Nếu không được tôn trọng, lợi ích của nhóm này rất có khả năng bị bỏ qua, thậm chí còn bị lợi dụng để làm lợi cho các cổ đông lớn. Do đó, nhà nước phải nhìn M&A trên góc độ bảo vệ lợi ích cổ đông thiểu số. Để làm được điều này, luật công ty có thể quy định nâng cao yêu cầu tỷ lệ phiếu bầu cần phải đạt được trong các cuộc họp Đại hội đồng cổ đông để thông qua những quyết định lớn của công ty trong đó có M&A.

Tuy vậy, trọng tâm lớn nhất của quản lý nhà nước đối với M&A là bảo vệ tính cạnh tranh của thị trường. Nhà nước cần chống lại nguy cơ dẫn tới độc quyền mà một vụ M&A có thể mang lại. Về lý thuyết, một công ty hoặc nhóm công ty nắm từ 25% thị phần trở lên đã có thể có những hành vi mang tính độc quyền đối với toàn thị trường như đầu cơ, giảm sản lượng nhằm ép giá cao đối với nhà cung cấp hoặc nhà phân phối, hoặc bán phá giá để loại bỏ đối thủ cạnh tranh. Do đó, tất cả các nền kinh tế phát triển đều có luật chống độc quyền, trong đó nhiều nước hiện nay ở châu Âu và Hoa Kỳ đều quy định những giao dịch làm thay đổi sở hữu công ty từ 5% trở lên đều phải thông báo cho cơ quan quản lý cạnh tranh của nước đó. Điều đó chứng tỏ, các nước đều có những cơ chế theo dõi chặt chẽ những động thái có nguy cơ làm suy giảm tính cạnh tranh của thị trường. Những hành vi có xu hướng đưa đến việc tập trung quyền lực, giảm bớt chủ thể cạnh tranh, hạn chế cơ hội kinh doanh bình đẳng, và làm suy giảm tính dân chủ trong quá trình ra quyết định trên thị trường đều được coi là dấu hiệu tiêu cực đối với cấu trúc và hiệu quả vận hành của thị trường và nền kinh tế nói chung.

Hoa Kỳ có lẽ là một trong những nước đi đầu trong kinh nghiệm thực hiện quản lý nhà nước đối với hoạt động M&A. Luật chống độc quyền Sherman được ban hành từ năm 1890. Mặc dù vậy, viện dẫn luật của Quốc hội lại phụ thuộc rất lớn vào xu hướng và quan điểm của Tòa án trong từng thời kỳ khác nhau. Năm 1904, trong vụ Northern Securities Co. v. US., Tòa án tối cao đã đưa ra phán quyết cấm tất cả những vụ sáp nhập giữa hai đối thủ cạnh tranh trực tiếp trên cùng một thị trường (sáp nhập ngang). Đến năm 1914, Thượng nghị viện tiếp tục ban hành đạo Luật Clayton nhằm cứu vãn Luật Sherman vốn bị giảm hiệu lực qua vụ Standard Oil Co. of New Jersey (1911), theo đó luật đưa những vụ sáp nhập bằng cổ phiếu vào đối tượng bị cấm. Mặc dù vậy, các công ty Mỹ lại dễ dàng lách luật bằng cách thực hiện sáp nhập mua lại tài sản (vụ Thatcher Manufacturing Co. v. FTC - 1926). Do đó, đến năm 1950, Luật chống sáp nhập Celler-Kefauver ra đời nhằm cấm cả những vụ sáp nhập thông qua mua tài sản.

Đáng chú ý, có sự phát triển khá rõ nét trong quan điểm của Tòa án Mỹ về cách thức xác định và đánh giá mức độ nguy cơ đối với tính cạnh tranh của một vụ sáp nhập. Cho đến thập

<sup>17</sup> <http://vnexpress.net/Vietnam/Oto-Xe-may/2005/07/3B9E0719/>

niên 60, Tòa án vẫn dựa vào những số liệu thống kê về thị phần, doanh thu, và mức độ tập trung cạnh tranh như một công cụ chủ yếu để rà soát các vụ sáp nhập. Tuy nhiên, trong vụ *US v. General Dynamics – 1974*, họ đã rời bỏ cách tiếp cận này với quan điểm mới rằng “các vụ sáp nhập phải được nghiên cứu sâu sắc trên tất cả bình diện: cơ cấu, lịch sử, và triển vọng” để có thể phán quyết vụ sáp nhập ấy có phá vỡ tính cạnh tranh của thị trường hay không. Phương pháp luận này được sử dụng phổ biến cho đến ngày nay.

Về định chế quản lý M&A, đạo luật ủy ban Thương mại liên bang (FTC) năm 1975 đã quy định “ngăn cấm mọi hành vi không lành mạnh đe dọa tính cạnh tranh của thị trường”; và trao cho cơ quan hành pháp này chức năng độc lập thực thi các luật chống độc quyền của liên bang. Tiếp theo, năm 1976 Luật chống độc quyền Hart-Scott-Rodino (HSR) bắt buộc các bên liên quan phải thông báo và nộp hồ sơ thẩm tra lên FTC và Bộ Tư pháp trước khi hoàn tất vụ sáp nhập. Quy định này được áp dụng đối với tất cả những vụ sáp nhập mà một trong hai bên có doanh thu trên 100 triệu USD và bên còn lại trên 10 triệu USD, với giá trị chuyển nhượng vượt quá 15 triệu USD. Nếu các công ty thuộc đối tượng như trên thực hiện sáp nhập mà không qua thẩm tra của FTC và Bộ Tư pháp sẽ bị hủy thỏa thuận chuyển nhượng và có thể bị phạt lên đến 10000 USD/ngày.

Cũng theo Luật HSR, thời hạn thẩm tra là 15 ngày đối với một vụ sáp nhập qua chào thầu bằng tiền mặt, và 30 ngày đối với các vụ khác. Cơ quan quản lý nhà nước có thể yêu cầu các bên bổ sung thông tin một lần thứ 2 và gia hạn thêm tối đa là 10 ngày đối với sáp nhập chào thầu và 20 ngày đối với các vụ sáp nhập theo hình thức khác. Qua thời hạn trên, các bên mới có thể kết thúc thủ tục cho vụ chuyển nhượng và đi vào hoạt động chung. Sau thời hạn này, cơ quan liên bang không có cơ hội để có thể kiện ra tòa đòi hủy bỏ vụ sáp nhập. Mặc dù vậy, các bên liên quan vẫn có thể bị kiện bởi chính quyền bang và một cá nhân khác.

Từ những năm đầu thập niên 80, dưới chính quyền Reagan, chính quyền liên bang đã thực hiện điều chỉnh nhiều chính sách theo hướng cho phép các vụ sáp nhập rộng rãi hơn. Bản hướng dẫn M&A đã được Bộ Tư pháp và FTC thiết kế năm 1992 nhằm cung cấp thêm công cụ để tất cả các bên có cơ sở trong việc phân tích các vụ sáp nhập được đề xuất. Bản hướng dẫn đưa ra 5 câu hỏi phổ quát: (i) Vụ sáp nhập có tạo ra thay đổi nào lớn theo hướng tập trung hóa thị trường không? (ii) Vụ sáp nhập có khả năng gây ra những hệ quả xấu cho tính cạnh tranh? (iii) Liệu khả năng gia nhập thị trường của các chủ thể mới có thể kịp làm thay đổi lại tình trạng thiếu cạnh tranh của thị trường? (iv) Vụ sáp nhập có làm tăng hiệu suất và hiệu quả mà các bên trong đó không thể làm được bằng một cách khác? (v) Nếu vụ sáp nhập không xảy ra, tài sản của một trong các bên có bị thanh lý khỏi thị trường không?

Qua đây, có thể rút ra ba nhận xét như sau. *Một là*, hoạt động M&A có tác động tiềm tàng đối với cấu trúc thị trường và hiệu quả của nền kinh tế, do đó nhận được sự quan tâm đặc biệt của cả ba ngành lập pháp, hành pháp và tòa án Hoa Kỳ theo chức năng quản lý nhà nước của mỗi ngành. *Hai là*, luật pháp về quản lý cạnh tranh của Hoa Kỳ có một quá trình phát triển dài hơn 100 năm, trong đó các đạo luật luôn bám sát thực tiễn, được bổ sung và sửa đổi kịp thời, tạo hành lang pháp lý quan trọng để các công ty thực hiện M&A và nhà nước thực hiện chức



năng quản lý một cách hữu hiệu. *Ba là*, như đã đề cập, hoạt động M&A diễn ra chủ yếu theo chu kỳ phát triển kinh tế, mà không chịu ảnh hưởng nhiều từ những thay đổi khung khổ pháp luật. Nếu xuất hiện nhu cầu nội tại, bằng nhiều cách thức đa dạng khác nhau, các công ty vẫn cố gắng thực hiện M&A để đạt được mục đích của mình. Khi đó, luật pháp chỉ có thể ngăn cản được những vụ sáp nhập lớn đe dọa rõ ràng đến tính cạnh tranh của thị trường.

### **7. Thực tiễn hoạt động thâm nhập và hợp nhất ở Việt Nam.**

Theo số liệu mới nhất của hãng kiểm toán PricewaterhouseCoopers, năm 2005, ở Việt Nam có 18 vụ sáp nhập doanh nghiệp với tổng giá trị 61 triệu USD. Năm 2006, số vụ sáp nhập tăng gần gấp đôi, có 32 vụ với tổng giá trị 245 triệu USD.<sup>18</sup> Đó là những con số quá nhỏ bé so với hoạt động M&A của khu vực và thế giới. Như vậy, thị trường M&A của đất nước còn rất non trẻ nhưng có tốc độ tăng trưởng cao. Có thể rút ra một số nhận xét ban đầu như sau.

*Một là*, đa số các vụ M&A đáng kể đều có yếu tố nước ngoài. Cũng có một vài vụ sáp nhập giữa doanh nghiệp trong nước như Ngân hàng ACB mua ngân hàng Đại Á, Kinh Đô mua Tribeco hay Gạch Đồng Tâm mua Sứ Thiên Thanh. Hầu hết những vụ còn lại đều có sự tham gia của ít nhất một bên là doanh nghiệp nước ngoài. Trong đó, có trường hợp doanh nghiệp nước ngoài mua lại toàn bộ cổ phần hoặc cổ phần chiến lược của doanh nghiệp trong nước như vụ Daiichi Nhật Bản mua lại toàn bộ Công ty bảo hiểm nhân thọ Bảo Minh CMG, vụ AZN đầu tư vào Ngân hàng Sacombank và Công ty chứng khoán SSI; HSBC - Techcombank; Dragon Capital – Vinamilk, REE Corp... Ngược lại cũng có trường hợp doanh nghiệp trong nước mua lại doanh nghiệp nước ngoài như Kinh Đô mua kem Wall's, Vinabico-Kotobuki Vietnam; và trường hợp sáp nhập giữa hai doanh nghiệp ĐTNN như Savills – Chesterton Vietnam.

Sự hiện diện của yếu tố nước ngoài trong M&A của Việt Nam có thể được giải mã qua ba lý do sau. Trước hết, doanh nghiệp nước ngoài có ưu thế về kinh nghiệm và trình độ quản lý trong việc tiến hành thuận thực các hoạt động M&A, trong khi doanh nghiệp Việt Nam còn ngỡ ngàng, nên không thể nắm thế chủ động trong hoạt động này. *Thứ hai*, doanh nghiệp nước ngoài mới tạo ra nguồn “hàng hóa” tốt cho cả cung và cầu trong M&A. Với tiềm lực tài chính của mình, họ mới là khách hàng của những thương vụ hàng chục triệu USD mà các doanh nghiệp trong nước không thể với tới. Mặt khác các doanh nghiệp trong nước cũng chỉ muốn liên doanh, liên kết với doanh nghiệp nước ngoài nhằm khai thác những thương hiệu tên tuổi và bề dày kinh nghiệm quản lý của họ. Thứ ba, M&A là một hình thức đầu tư nước ngoài hiệu quả và phổ biến<sup>19</sup> giúp các doanh nghiệp nước ngoài thâm nhập thị trường nội địa mà không phải chịu phí tổn thành lập, xây dựng thương hiệu và thị phần ban đầu.<sup>20</sup> Đặc biệt, trong bối cảnh thị

---

<sup>18</sup> Số liệu đưa ra tại hội thảo *Mua bán và sáp nhập doanh nghiệp*, do Cục quản lý cạnh tranh tổ chức tại TP. HCM, ngày 10/7/07.

<sup>19</sup> Số lượng FDI được thực hiện dưới hình thức M&A chiếm tỷ trọng lớn từ 57% -80% tổng FDI của các khu vực trên thế giới.

<sup>20</sup> Đầu thập kỷ 90, công ty Unilever đã gia nhập thị trường Việt Nam thông qua việc mua đứt thương hiệu P/S với giá 5 triệu USD. Đây được coi là thương vụ M&A đầu tiên ở Việt Nam. Vào thời điểm đó, nhãn hiệu kem đánh răng này chiếm đến 70% thị phần trong nước.

trường dịch vụ được bảo hộ theo lộ trình cam kết WTO thì M&A là một trong những con đường ngắn nhất để các doanh nghiệp nước ngoài tiếp cận mạng lưới bán lẻ của Việt Nam.

*Hai là*, hình thức M&A của Việt Nam mang tính “thân thiện” nhiều hơn. Hầu như thị trường chưa ghi nhận vụ thôn tính mang tính thù địch nào. Các vụ sáp nhập thể hiện rõ sự hợp tác và ở một góc độ nào đó có thể nói, vẫn mang hơi hướng của hình thức liên doanh giữa nhà đầu tư trong nước và đầu tư nước ngoài trước đây. Tuy vậy, một số thủ đoạn lắt léo trong thu tóm doanh nghiệp (vụ CocaCola Vietnam) và đối thủ (kem đánh răng Dạ Lan) cũng đã từng được sử dụng một cách bài bản.

*Ba là*, cách thức và tác nghiệp M&A còn sơ khai. Các vụ M&A chủ yếu là thu tóm hay được gọi phổ biến trên các phương tiện thông tin đại chúng là mua bán doanh nghiệp (toàn bộ hoặc một phần). Hầu như chưa có trường hợp hợp nhất. Hình thức này cũng không phổ biến trên thế giới. Hơn nữa, trình độ quản lý của Việt Nam chưa thể đáp ứng được mức độ hợp tác cao mà các vụ hợp nhất đòi hỏi. Ngoài ra, rất nhiều vụ được xếp vào M&A nhưng thực chất thiên về đầu tư tài chính. Đó chỉ là những trường hợp nắm vốn của nhau, mua lại cổ phần lớn để trở thành đối tác chiến lược (VinaCapital đầu tư vào Phở 24, Dược Hậu Giang, Hilton Opera; Indochina Capital – Mai Linh; Jaccar Fund - Hoàng Anh Gia Lai) mà không nhắm đến không chế sở hữu và điều hành công ty (thu tóm). Mặc dù vậy, trong một số lĩnh vực tài chính ngân hàng doanh nghiệp nước ngoài cũng không có cách lựa chọn nào khác do những hạn chế mua cổ phần không quá 30% (ngân hàng), 49% (doanh nghiệp niêm yết), như trường hợp ANZ - SSI, Sacombank; Standard Chatter – Ngân hàng ACB...

*Bốn là*, cách thức xây dựng thị trường M&A cũng thể hiện nhiều bất cập. Một số quan chức và doanh nghiệp cho rằng Việt Nam thiếu một “nơi gặp gỡ” để cho các doanh nghiệp trao đổi và thực hiện M&A. Từ đó, một số trang web (muabancongtty.com của công ty TigerInvest và muabandoanhngghiehp.com của IDJ) đã được lập và được coi là “sàn giao dịch” của thị trường M&A. Tuy nhiên, trên thực tế hoạt động M&A trên thế giới không diễn ra trên những trang web mang tính chất rao vặt như vậy. Ngược lại, chúng được thực hiện qua những tác nghiệp mang tính chuyên nghiệp cao, trong những phòng họp kín. Nội dung thương thảo M&A bao giờ cũng cần được giữ tuyệt mật cho đến phút chót bởi chúng có thể ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh và giá trị cổ phiếu của các công ty, thậm chí hủy hoại ngay cả dự định sáp nhập đang được tiến hành. Do đó, những trao đổi thể hiện trên các trang web như cách một số doanh nghiệp Việt Nam đang làm chỉ phù hợp để tìm kiếm cơ hội mua bán các cơ sở sản xuất, cửa hàng, thương hiệu rất khiêm tốn. Tâm điểm của hoạt động M&A chính là các công ty tư vấn chuyên nghiệp về hoạt động này. Họ vừa đóng vai trò môi giới vừa làm tư vấn cho các bên trong vụ M&A. Các thể chế tài chính ngân hàng của Mỹ như Citigroup, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, JPMorgan Chase đều là những công ty tư vấn hàng đầu về M&A trên phạm vi toàn thế giới. Muốn phát triển thị trường M&A ở Việt Nam, các cơ quan quản lý nhà nước và doanh nghiệp cần phải nhắm vào việc tăng cường năng lực và mở rộng hoạt động của các công ty tư vấn tài chính và đầu tư trong nước cũng như nước ngoài đang hoạt động tại thị trường Việt Nam.

Về quản lý nhà nước. Một số ý kiến cho rằng Việt Nam chưa có một hành lang pháp lý rõ ràng cho các hoạt động M&A. Trên thực tế, quy định liên quan đến M&A đã được xây dựng một cách khá đầy đủ trong quá trình soạn thảo Luật Cạnh tranh 2004 và Luật Doanh nghiệp 2005. ở một góc độ nào đó, việc hệ thống luật của nước ta còn tương đối đơn giản thực ra đã tạo một môi trường thông thoáng cho các vụ chuyển nhượng M&A. Các quy định liên quan đến hoạt động M&A và quản lý nhà nước đối với M&A thể hiện trong các luật hiện hành như sau.

Luật Doanh nghiệp 2005 đã quy định về phân loại khái niệm và thủ tục, hồ sơ đăng ký chia, tách, sáp nhập, hợp nhất doanh nghiệp trong các Điều 150-153. Về tỷ lệ biểu quyết trong cuộc họp Đại hội đồng cổ đông để thông qua quyết định đầu tư hoặc bán tài sản có giá trị bằng hoặc lớn hơn 50% tổng giá trị tài sản của công ty đã được Luật Doanh nghiệp 2005 nâng từ 65% (Luật Doanh nghiệp 1999) lên 75% (Điều lệ công ty có thể quy định mức thấp hơn). Như vậy, đã có sự điều chỉnh theo hướng bảo vệ cổ đông thiểu số trong các quyết định quan trọng của công ty. Quy định bắt buộc cổ đông sáng lập phải cùng nắm giữ tối thiểu 20% cổ phần trong vòng 3 năm (Điều 84) có ý nghĩa tăng cường trách nhiệm của cổ đông sáng lập mà thực chất không ảnh hưởng đến M&A trong quãng thời gian này, vì họ vẫn có thể bán lại 80% cổ phần cho bên mua nếu muốn chuyển nhượng quyền kiểm soát công ty của mình.

Riêng đối với các hoạt động M&A có yếu tố nước ngoài, doanh nghiệp nước ngoài cần chú ý thêm quy định trong Luật Đầu tư 2005, theo đó nhà đầu tư nước ngoài lần đầu tiên đầu tư vào Việt Nam phải nộp dự án đầu tư trong hồ sơ đề nghị cấp Giấy chứng nhận đầu tư đồng thời là Giấy đăng ký kinh doanh. Đây là một điều khoản gây tranh cãi, đặc biệt đối với trường hợp nhà ĐTNN gia nhập thị trường thông qua M&A. Thực hiện M&A rõ ràng là một hành vi đầu tư, nhưng nếu đòi hỏi lập dự án đầu tư cho một vụ M&A như vậy quả thật là điều rất khó. Như vậy, kế hoạch phát triển của doanh nghiệp được đầu tư và dự án đầu tư mà luật đòi hỏi có trùng nhau không? Trong trường hợp nhà ĐTNN mua lại bằng hoặc lớn hơn 49% cổ phần/phần vốn góp của công ty mục tiêu, công ty đó phải điều chỉnh đăng ký lại như một công ty có vốn ĐTNN; trong trường hợp đó, liệu họ có nên nhận Giấy chứng nhận đầu tư đồng thời là Giấy đăng ký kinh doanh? Trường hợp, nhà ĐTNN mua lại số cổ phần/phần vốn góp nhỏ hơn 49%, họ sẽ nhận được Giấy chứng nhận đầu tư cho phần đầu tư của họ, nhưng không thể gọi là “đồng thời là Giấy đăng ký kinh doanh” vì họ không tạo ra một doanh nghiệp mới.

Nội dung Luật Cạnh tranh 2004 (có hiệu lực từ 01/7/2005) đã thể hiện khá rõ việc cơ quan soạn thảo tiếp thu kinh nghiệm pháp lý quốc tế về cạnh tranh. Nhìn chung, mặc dù chưa được quy định chi tiết và đầy đủ hơn nữa, nhưng những nguyên tắc mà Luật Cạnh tranh đề ra đã đi sát với thực tiễn và các chuẩn mực phổ biến của thế giới. Luật đã xác định rõ những khái niệm quan trọng như thị trường liên quan, hành vi hạn chế cạnh tranh, vị thế độc quyền, tập trung kinh tế... và nguyên tắc bảo vệ quyền cạnh tranh hợp pháp. Mục 2 Chương II về kiểm soát hành vi cạnh tranh xác định doanh nghiệp và nhóm hai doanh nghiệp có vị thế thống lĩnh thị trường lần lượt theo tiêu chí nắm giữ 30% và 50% thị phần liên quan và những hành vi lạm dụng vị thế thống lĩnh thị trường bị cấm (Điều 11-13). Mục 3 Chương II là các quy định dành

cho tập trung kinh tế và thủ tục hồ sơ trực tiếp liên quan đến M&A. Về khái niệm, luật đã tách hai trường hợp trong khâu sáp nhập công ty thành sáp nhập (chuyển toàn bộ nghĩa vụ tài sản và chấm dứt sự tồn tại độc lập của công ty bị sáp nhập) và mua lại doanh nghiệp (sáp nhập toàn bộ hoặc một phần công ty mục tiêu để kiểm soát công ty đó). Về hạn chế đối với M&A, Điều 18 quy định cấm sáp nhập hai công ty có thị phần kết hợp trên 50% (sáp nhập ngang), trừ trường hợp được miễn trừ theo điều 19 là: (i) bên bị mua lại đang có nguy cơ phá sản, giải thể; (ii) vụ sáp nhập có tác dụng mở rộng xuất khẩu, tiến bộ khoa học công nghệ. Về thủ tục, Luật quy định các doanh nghiệp có thị phần kết hợp từ 30-50%, trước khi tiến hành M&A phải gửi thông báo tới cơ quan quản lý cạnh tranh (Luật giao chức năng này cho Bộ Thương mại, cụ thể là Cục quản lý cạnh tranh, thành lập năm 2004). Thực chất đây là một loại giấy phép vì Điều 24 lại quy định các doanh nghiệp chỉ được phép tiến hành thay đổi đăng ký kinh doanh hoặc lập công ty mới (trường hợp hợp nhất) sau khi có văn bản trả lời của cơ quan quản lý cạnh tranh. Hai công ty có thị phần kết hợp trên 50% chỉ có thể thực hiện M&A bằng cách nộp hồ sơ đề nghị hưởng miễn trừ cho Cục quản lý cạnh tranh để đề xuất cấp có thẩm quyền quyết định là Bộ Thương mại (đối với khoản 1, Điều 19) và Thủ tướng Chính phủ (đối với miễn trừ theo khoản 2, Điều 19).

Về hồ sơ, ngoài các nội dung phổ biến, các doanh nghiệp phải nộp danh sách các đơn vị phụ thuộc của mỗi công ty, các loại hàng hóa dịch vụ đang được kinh doanh, và thị phần trong hai năm liên tiếp của mỗi bên trong thị trường liên quan; trường hợp xin miễn trừ, phải nộp thêm bản giải trình việc đáp ứng các điều khoản miễn trừ tương ứng. Về thời hạn ra quyết định của cơ quan quản lý nhà nước : đối với trả lời thông báo là 45 ngày (chưa kể 7 ngày để cơ quan quản lý ra yêu cầu bổ sung hồ sơ chưa đầy đủ), có thể được gia hạn hai lần mỗi lần không quá 30 ngày; đối với đề nghị miễn trừ thuộc thẩm quyền của Bộ trưởng Thương mại là 60 ngày, có thể gia hạn hai lần mỗi lần tối đa 30 ngày, thuộc thẩm quyền Thủ tướng thời hạn lên đến 90 ngày, có thể gia hạn lên 180 ngày. Như vậy thời hạn tối đa của trả lời thông báo là 105 ngày, và thụ lý hồ sơ miễn trừ lên đến hơn 120 và 180 ngày. Ngoài ra, Luật Cạnh tranh còn thiết lập các định chế và chế tài cần thiết để thực hiện quản lý cạnh tranh như thành lập Cơ quan quản lý cạnh tranh (Cục Cạnh tranh), thủ trưởng do Thủ tướng bổ nhiệm, và Hội đồng cạnh tranh gồm 10-15 thành viên do Thủ tướng bổ nhiệm. Chương V quy định khá chi tiết nguyên tắc, trình tự thủ tục và các vấn đề liên quan đến tố tụng cạnh tranh, tạo khung khổ pháp lý cho các cá nhân và tổ chức có liên quan (kể cả bên thứ ba) và cơ quan nhà nước có thể tham gia tiến trình pháp lý nhằm bảo vệ quyền lợi của mình hoặc bảo vệ tính cạnh tranh của thị trường trong các vụ M&A.

## **8. Kết luận**

M&A là một hoạt động đầu tư kinh doanh đặc thù vì đối tượng ở đây không phải là sản phẩm, dịch vụ mà là các công ty. Như vậy, giữa chủ thể và đối tượng không có gì khác nhau về loại hình, đặc điểm và cấu trúc quản lý. Xét cho cùng, cái mà công ty chủ động thực hiện M&A nhắm đến là những lợi ích (có thể là lợi nhuận, tài chính hoặc thị trường...) đem lại từ việc nắm giữ quyền sở hữu và chi phối người quản lý của công ty mục tiêu. Xét về quản trị,

công ty vừa có tính cụ thể vừa có tính trừu tượng. Chúng ta vẫn thường hình dung công ty qua những hình ảnh dễ nhận thấy như đội ngũ nhân viên, văn phòng, nhà máy, cửa hàng, sản phẩm, thương hiệu... Tuy nhiên, hình thức công ty cổ phần đã cho phép chia tổng giá trị công ty thành những phần bằng nhau một cách trừu tượng. Nhờ đó, các công ty có thể dễ dàng thực hiện M&A không chỉ bằng cách mua tài sản mà còn bằng nhiều cách khác nhau như chào thầu, mua cổ phần trên thị trường chứng khoán, lôi kéo cổ đông, và nhiều hình thức phong phú khác như đã đề cập. Khi đứng ở góc độ đó, chúng ta sẽ thấy hoạt động M&A đơn giản hơn nhiều.

Nếu là một chủ thể hoặc một người quan sát thị trường, chúng ta cần quan tâm đến một số vấn đề mấu chốt trong các vụ M&A như: Ai là người chủ động tiến hành sáp nhập? họ được lợi ích gì? Loại hình sáp nhập theo chiều ngang, dọc hay tổ hợp? Có làm thay đổi cấu trúc cạnh tranh của thị trường? Trong khi đó, các cơ quan quản lý nhà nước cần theo dõi M&A để đảm bảo lợi ích cổ đông thiểu số, người lao động không bị xâm phạm; và tính cạnh tranh trên thị trường không bị phá vỡ và hiệu quả kinh doanh không bị suy giảm bởi nguy cơ tạo lập vị thế độc quyền mới thông qua M&A trên thị trường.

Hoạt động M&A không trực tiếp làm tăng hay giảm GDP của một quốc gia. Chúng chỉ có thể tác động đến nền kinh tế một cách gián tiếp thông qua tác động vào hiệu quả sản xuất kinh doanh do những thay đổi trong quy mô và cấu trúc tổ chức quản lý và kinh doanh mang lại. Bên cạnh đó, đối với các nước đang phát triển như Việt Nam, M&A còn là một kênh rất tiềm năng để thu hút vốn ĐTNN, khi các công ty ngoại quốc muốn vượt qua rào cản thị trường để thâm nhập thị trường nội địa. Có thể nói, không giống như quan điểm của một số người, Việt Nam đã xây dựng được một hành lang pháp lý khá đầy đủ và hiện đại cho các hoạt động M&A. Cần phải nói thêm rằng, cách thức thực hiện M&A rất đa dạng do nguyên tắc tùy nghi thường được áp dụng phổ biến và các công ty hoàn toàn có thể thực hiện M&A một cách thuận tiện trong khung khổ pháp lý hiện nay của đất nước. Tuy nhiên, chính phủ vẫn cần hoàn thiện hơn nữa các định chế và thể chế để thực hiện tốt chức năng quản lý nhà nước về cạnh tranh của mình. Luật Cạnh tranh mới chỉ có quy định về loại hình sáp nhập chiều ngang; do đó cần phải tiếp tục được bổ sung quy định đối với các loại hình chiều dọc và tổ hợp. Làn sóng M&A của Việt Nam có tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ. Các quy định pháp lý cần được hoàn thiện để có thể bám sát với yêu cầu thực tiễn. Ngoài ra, năng lực và phạm vi hoạt động của các công ty tư vấn M&A là điều mà Việt Nam còn rất thiếu và cần chú trọng để khuyến khích các chủ thể rất quan trọng, vốn đóng vai trò trung gian trong các hoạt động M&A này phát triển hơn nữa./.

### **Tài liệu tham khảo:**

#### **A. Tiếng Việt:**

1. Luật Cạnh tranh số 27/2004/QH11 thông qua ngày 03/12/2004;
2. Luật Đầu tư số 59/2005/QH11
3. Luật Doanh nghiệp số 60/2005/QH11 thông qua ngày 29/11/2005.
4. Nguyễn Đình Cung (2007), Khung quản trị công ty: cơ sở lý luận và nội dung cơ bản, Chuyên đề NCS số 2, Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế Trung ương, tháng 6.

5. Tổ công tác thi hành Luật Doanh nghiệp và Luật Đầu tư 2005 (2007), Báo cáo 6 tháng thi hành Luật Doanh nghiệp và Luật Đầu tư 2005, tháng 4/2007, (phần III- những vướng mắc trong triển khai thi hành 2 luật).

**B. Tiếng Anh:**

1. Bruner, F. Robert and Perella, R. Joseph (2004), Applied Mergers and Acquisitions, John Wiley and Sons, 2004.
2. Carleton, J. Robert and Lineberry, S. Claude (2004), Achieving Post-merger Success: A Stakeholder's Guide to Cultural Due Diligence, Assessment, and Integration, John Wiley and Sons Ltd., 2004.
3. Daniels, D. John and Radebaugh, H. Lee (1998), International Business- environment and operations, 8th Ed., Addison Wesley Longman, Inc., 1998.
4. Jarrell, A. Gregg, Takeovers and Leveraged Buyouts, The concise encyclopedia of economics, Library of economics and liberty.
5. Johnson, Gerry and Scholes, Kevan (1999), Exploring Corporate Strategy- text and cases, 5th Ed., Prentice Hall Europe, 1999.
6. Rosenbloom, H. Arthur (Edt) (2002), Due Diligence for Global Deal Making: The definitive guide to cross-border mergers and acquisition, joint ventures, financings, and strategic alliances, Bloomberg Press, 2002.
7. Shearer, Brent (2007), A safe path down: How the next restructuring cycle will differ from the past eras, Mergers & Acquisitions Journal, Association for Corporate Growth, July 2007, p. 36.