**BỘ TÀI CHÍNH**

**ĐẠI HỌC TÀI CHÍNH – MARKETING**

**KHOA TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG**



**CHỦ ĐỀ 5: SÁP NHẬP VÀ MUA LẠI**

**GVHD: NGUYỄN PHÚ QUỐC**

**NHÓM 5**

1. **NGUYỄN TRUNG HẬU**
2. **TRẦN TRUNG HIẾU**
3. **NGUYỄN TRUNG TÍN**
4. **DANH THỊ MỸ TIÊN (NT)**
5. **NGUYỄN THỊ MINH CHÂU**
6. **PHAN THỊ ÁI**
7. **NGÔ LÝ ANH THƠ**
8. **NGUYỄN NGỌC BÍCH**
9. **HUỲNH NGỌC THIÊN AN**
10. **HUỲNH HỮU PHÚC**

TP.HCM, ngày 15 tháng 10 năm 2015

**Mục Lục**

[I. TỔNG QUAN VỀ SÁP NHẬP VÀ MUA LẠI DOANH NGHIỆP 1](#_Toc433396792)

[1. Khái niệm sáp nhập và mua lại (M&A) 1](#_Toc433396793)

[*2.* Mục đích của thương vụ M&A 1](#_Toc433396794)

[3. Vai trò của hoạt động M&A đối với doanh nghiệp: 1](#_Toc433396795)

[4. Các hình thức của sáp nhập và mua lại 3](#_Toc433396796)

[II. ĐỘNG CƠ CỦA SÁP NHẬP VÀ MUA LẠI 4](#_Toc433396797)

[1. Động lực hiệu quả kinh tế 4](#_Toc433396798)

[2. Động lực hiệu quả tài chính 5](#_Toc433396799)

[3. Động lực phát triển 6](#_Toc433396800)

[4. Động lực đa dạng hóa các hoạt động kinh doanh 6](#_Toc433396801)

[III. PHÂN BIỆT MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP: 7](#_Toc433396802)

[1. Giống nhau: 7](#_Toc433396803)

[2. Khác nhau: 7](#_Toc433396804)

[IV. TIẾN TRÌNH THỰC HIỆN MỘT GIAO DỊCH MUA LẠI HAY HỢP NHẤT 9](#_Toc433396805)

[V. ĐỊNH GIÁ THỎA THUẬN MUA LẠI HAY SÁP NHẬP 10](#_Toc433396806)

[1. Thanh toán bằng tiền 11](#_Toc433396807)

[2. Thanh toán bằng cổ phần 13](#_Toc433396808)

[VI. SỰ TÁC ĐỘNG CỦA CÁC GIAO DỊCH MUA LẠI (SÁP NHẬP) ĐỐI VỚI THU NHẬP TRÊN MỖI CỔ PHẦN VÀ SỰ TĂNG TRƯỞNG CỦA CÔNG TY 16](#_Toc433396809)

[VII. CÁC HOẠT ĐỘNG M&A TẠI VIỆT NAM 19](#_Toc433396810)

[1. IFC mua 10% cổ phần Vietinbank: 21](#_Toc433396811)

[2. KKR rót 159 triệu USD vào Masan Consumer: 21](#_Toc433396812)

[3. Unicharm mua lại 95% cổ phần của Diana: 21](#_Toc433396813)

[4. Vinpearl sáp nhập vào Vincom: 22](#_Toc433396814)

[5. C.P Pokphand mua lại 70,8% cổ phần của C.P Việt Nam: 22](#_Toc433396815)

[6. Các lãnh đạo Tập đoàn Xuân Thành mua lại chứng khoán Vincom: 22](#_Toc433396816)

[7. Diageo mua lại cổ phần Halico: 22](#_Toc433396817)

# SÁP NHẬP VÀ MUA LẠI

1. TỔNG QUAN VỀ SÁP NHẬP VÀ MUA LẠI DOANH NGHIỆP
	1. Khái niệm sáp nhập và mua lại (M&A)

M&A được viết tắt bởi hai từ tiếng Anh là Mergers (sáp nhập) và Acquisitions (mua lại). M&A là hoạt động giành quyền kiểm soát doanh nghiệp, bộ phận doanh nghiệp (gọi chung là doanh nghiệp) thông qua việc sở hữu một phần hoặc toàn bộ doanh nghiệp đó. M&A (mua lại và sáp nhập) dường như trở thành một cụm từ được phát âm cùng nhau, cùng nghĩa với nhau, tuy nhiên trên thực tế chúng có những điểm khác biệt và cần hiểu rõ giữa sáp nhập và mua lại.

***Sáp nhập:*** là hình thức kết hợp mà hai hay nhiều công ty thường có cùng quy mô, thống nhất gộp chung cổ phần. Công ty bị sáp nhập chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp sang công ty nhận sáp nhập, đồng thời chấm dứt sự tồn tại của công ty bị sáp nhập để trở thành một công ty mới.

***Mua lại:*** là hình thức kết hợp mà một công ty mua lại hoặc thôn tính một công ty

khác, đặt mình vào vị trí chủ sở hữu mới. Tuy nhiên thương vụ này không làm ra đời một pháp nhân mới.

* 1. Mục đích của thương vụ M&A

Mục đích của M&A là giành quyền kiểm soát doanh nghiệp ở mức độ nhất định chứ không đơn thuần chỉ là sở hữu một phần vốn góp hay cổ phần của doanh nghiệp như các nhà đầu tư nhỏ, lẻ. Vì vậy, khi một nhà đầu tư đạt được mức sở hữu phần vốn góp, cổ phần của doanh nghiệp đủ để tham gia, quyết định các vấn đề quan trọng của doanh nghiệp thì khi đó mới có thể coi đây là hoạt động M&A. *Ngược lại*, khi nhà đầu tư sở hữu phần vốn góp, cổ phần không đủ để quyết định các vấn đề quan trọng của doanh nghiệp thì đây chỉ được coi là hoạt động đầu tư thông thường.

* 1. Vai trò của hoạt động M&A đối với doanh nghiệp:

M&A đưa lại lợi ích to lớn cho tất cả các bên tham gia. Nó không chỉ giúp các doanh nghiệp lớn giảm chi phí đầu tư, giúp các doanh nghiệp yếu kém thoát khỏi nguy cơ phá sản mà còn giúp doanh nghiệp mới tạo ra sau M&A có đầy đủ các tiềm lực và thuận lợi để phát triển lớn mạnh và đạt được lợi thế cạnh tranh trên thương trường.

- Đối với các doanh nghiệp đang làm ăn thua lỗ, bị suy thoái hoặc lợi thế cạnh tranh bị giảm sút, thiếu sự thích nghi đối với môi trường kinh doanh mới…thì M&A là lời giải giúp họ tránh thua lỗ triền miên. Ngay cả với các doanh nghiệp đang hoạt động bình thường, M&A cũng là cách thức giúp họ mở rộng quy mô, tăng cơ hội kinh doanh, mở rộng thị trường và giành thị phần của đối thủ cạnh tranh. Bởi vì, M&A không chỉ giúp các doanh nghiệp thu hút thêm vốn như thị trường chứng khoán mà còn thiết lập một quan hệ đối tác chiến lược với người mua, tăng thêm giá trị lâu dài và bền vững cho doanh nghiệp bằng năng lực quản lý, nhân sự giỏi, các bí quyết công nghệ kết hợp với hệ thống phân phối sẵn có của người mua…

- Đối với các nhà đầu tư, M&A là một cách thức hiệu quả để họ bước vào thị trường một cách nhanh chóng mà không cần mất thời gian để tìm kiếm một dự án hay làm các thủ tục hành chính. Bên cạnh đó M&A cũng giúp các doanh nghiệp tiết kiệm chi phí “bôi trơn” khi thành lập một doanh nghiệp mới, tạo ra một thị trường mới và các chi phí phát sinh khác.

Ông Đỗ Minh Phú, Chủ tịch Hội đồng Quản trị của Diana khẳng định về việc tập đoàn tài chính GS mua 30% cổ phần của Diana: “Với kinh nghiệm và kỹ năng quản lý quốc tế, GS sẽ tư vấn cho Diana về chiến lược phát triển kinh doanh ở Việt Nam và nước ngoài. Khoản đầu tư của GS được Diana sử dụng để nâng cao công suất sản xuất hiện tại và mở rộng sản xuất sang các mặt hàng khác. Ngược lại, Diana sẽ mang lại cho GS lợi nhuận xứng đáng cho khoản đầu tư của họ thông qua cổ tức và gia tăng giá trị CP.

- Đối với các công ty mới tạo, M&A là cách để các doanh nghiệp bổ sung khiếm khuyết và cộng hưởng sức mạnh với nhau, tạo thành sức mạnh gấp nhiều lần. Doanh nghiệp có thể giảm chi phí bằng cách cắt bớt nhân viên thừa, yếu kém, nâng cao năng suất lao động. Hoặc thông qua việc chuyển giao và bổ sung công nghệ cho nhau, năng suất lao động của doanh nghiệp sẽ được tăng lên. Với quy mô lớn, doanh nghiệp mới cũng sẽ có một vị thế thuận lợi khi đàm phán với đối tác, mở rộng các kênh marketing, hệ thống phân phối cũng như tăng vị thế trong mắt cộng đồng…M&A trong thị trường bất động sản giúp việc đầu tư phát triển bền vững, tăng khả năng tài chính, tăng tính chuyên nghiệp, chia sẻ rủi ro, nâng cao năng lực cạnh tranh; M&A trong lĩnh vực tài chính ngân hàng giúp nâng cao năng lực quản trị, điều hành, khiến việc quản trị ở các ngân hàng tập trung và dễ quản lý hơn…

* 1. Các hình thức của sáp nhập và mua lại

Cùng một tiêu chí mua bán và sáp nhập doanh nghiệp nhưng M&A được thực hiện đa dạng dưới nhiều hình thức như:

* Góp vốn trực tiếp vào doanh nghiệp: thông qua việc góp vốn điều lệ công ty trách nhiệm hữu hạn hoặc mua cổ phần phát hành để tăng vốn điều lệ của công ty cổ phần.
* Mua lại phần vốn góp hoặc cổ phần: hình thức này được áp dụng đối với doanh

nghiệp tư nhân theo quy định của Luật Doanh nghiệp và một số doanh nghiệp nhà nước và theo quy định của pháp luật về giao, bán, khoán kinh doanh, cho thuê công ty nhà nước.

* Sáp nhập doanh nghiệp: là hình thức kết hợp một hoặc một số công ty cùng loại

(công ty bị sáp nhập) vào một công ty khác (công ty nhận sáp nhập) trên cơ sở

chuyển toàn bộ tài sản, quyền và nghĩa vụ của công ty bị sáp nhập vào công ty

nhận sáp nhập. Công ty bị sáp nhập chấm dứt tồn tại, công ty nhận sáp nhập vẫn tồn tại và kế thừa toàn bộ tài sản, quyền và nghĩa vụ của công ty bị sáp nhập.

* Hợp nhất doanh nghiệp: là hai hay một số công ty cùng loại (gọi là công ty bị hợp nhất) có thể hợp nhất thành một công ty mới (gọi là công ty hợp nhất) bằng cách chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp sang công ty hợp nhất, đồng thời chấm dứt sự tồn tại của các công ty bị hợp nhất.
* Chi tách doanh nghiệp: là hình thức kiểm soát doanh nghiệp thông qua việc làm

giảm quy mô doanh nghiệp. Chủ thể chính của hoạt động chia tách doanh nghiệp là các thành viên hoặc cổ đông hiện tại của công ty. Trong đó, hình thức góp vốn vào doanh nghiệp và mua góp vốn hoặc cổ phần doanh nghiệp là những hoạt động chính và phổ biến nhất. Các hình thức M&A khác chỉ là những hình thức được áp dụng với những hoạt động đầu tư đặc thù.

1. ĐỘNG CƠ CỦA SÁP NHẬP VÀ MUA LẠI

Có khá nhiều lý do để mua lại một doanh nghiệp. Chúng ta có thể liệt kê được một số nguồn lợi là nguyên nhân thúc đẩy một doanh nghiệp tìm cách thực hiện một giao dịch mua lại. Tuy nhiên, trên phương diện lý thuyết về mặt tài chính, chúng ta không thể giải thích một cách đầy đủ về hiện tượng là tại nhiều nước phát triển trong một số thời kỳ các hoạt động mua lại, Sáp nhập diễn ra rất rầm rộ, và trong một số thời kỳ khác lại rất đình đốn.

* 1. Động lực hiệu quả kinh tế

Động cơ hiệu quả kinh tế được coi là động lực chủ yếu thúc đẩy các hoạt động tiếp quản các công ty khác. Động cơ này có thể thúc đẩy việc thực hiện các hoạt động kết hợp các doanh nghiệp trên cả ba phương diện theo chiều ngang, theo chiều dọc hay kết hợp.

Hiệu quả kinh tế thu được từ các hoạt động mua lại hay Sáp nhập để phát triển sản xuất chủ yếu xuất phát từ lợi thế từ sản xuất quy mô lớn. Do sự mua lại hay Sáp nhập dẫn tới quy mô sản xuất của công ty phát triển, nhưng các chi phí cố định giảm xuống hoặc không tăng cùng quy mô sản xuất, do đó làm tăng hiệu suất sản xuất.

Khi quy mô sản xuất lớn được triển khai hoạt động sẽ đem lại sự cộng hưởng. Sự cộng hưởng là hoạt động phối hợp đem lại hiệu quả toàn bộ lớn hơn tổng số các hiệu quả riêng rẽ. Nó làm cho doanh nghiệp thực hiện giao dịch mua lại có giá trị cao hơn tổng giá trị của hai xí nghiệp riêng lẽ. Chẳng hạn, nếu giá trị của công ty A là VA và nó mua lại công ty B với giá trị VB, thì do sự cộng hưởng đã làm cho giá trị sau khi mua lại VA+B > VA + VB.

Đa số các giao dịch đem lại hiệu quả kinh tế do lợi thế quy mô lớn đều thuộc loại kết hợp theo chiều ngang. VD: Một công ty thuộc ngành sản xuất thực phẩm đồ hộp có ba dây chuyền sản xuất, hai dây chuyền vận hành hết công suất và dây chuyền thứ ba chỉ hoạt động với 30% công suất. Một công ty khác cùng ngành cũng có hai dây chuyền sản xuất đang hoạt động với, một dây chuyền vận hành toàn bộ công suất và dây chuyền thứ hai chỉ chạy 50% năng lực sản xuất.

Nếu hai công ty này được Sáp nhập thành một, thì chỉ cần chạy bốn dây chuyền là đã có thể đạt được tổng sản lượng sản phẩm sản xuất hiện nay. Đồng thời, trong trường hợp này sự kết hợp theo chiều dọc đó có thể cắt giảm chi phí do giảm nguyên liệu, thành phẩm tồn kho và cải tiến phương thức phân phối, mua hàng hóa, nguyên vật liệu. Cuối cùng, thậm chí nếu sự hợp nhất hai công ty được thực hiện theo hình thức kết hợp cũng có thể tạo ra hiệu quả, làm giảm chi phí quản trị chung do giảm số lượng cán bộ cấp cao, nhân viên văn phòng, các dịch vụ văn phòng, kế toán và nhiều chi phí khác.

Cũng cần lưu ý rằng, tất cả những hiệu quả kinh tế được đề cập trên đây đều là những kết quả tiềm tang, còn trên thực tế chúng chưa thể trở thành hiện thực khi một công ty mới chỉ mua được cổ phần hay tài sản của một công ty khác. Trong khi đó các dây chuyền sản xuất vẫn được duy trì hoạt động quản lý như trước khi Sáp nhập thì sẽ không có gì thay đổi cả.

* 1. Động lực hiệu quả tài chính

Hiệu quả tài chính có thể là một nguồn lợi nhuận thực sự do một giao dịch mua lại hay Sáp nhập mang lại. Có bốn lĩnh vực chủ yếu thường đem lại những khoản tiếc kiệm cho một giao dịch mua lại là: giảm thuế, giảm chi phí phát hành chứng khoán mới, tăng tiềm năng vay mượn và chi phí sử dụng nợ thấp.

Một doanh nghiệp bị thua lỗ không thể khấu trừ những khoản lỗ đó vào thuế, đơn giản là vì công ty có thể không đủ thu nhập để trang trải cho các chi phí chi tiêu. Tình trạng này có thể tạo ra cơ hội cho một công ty khác thôn tính nó. Trong phạm vi cho phép, công ty mua lại công ty thua lỗ được phép khấu trừ khoản lỗ của nó vào lợi nhuận của công ty vừa mua được trong năm tiếp theo và được hưởng phần lợi nhuận do giảm thuế.

Còn trong tình huống hai công ty Sáp nhập lại, có thể cho phép chúng tiết kiệm các chi phí phát hành các loại chứng khoán mới. Chi phí phát hành giảm do quy mô phát hành tăng, do đó đem lại nguồn lợi ròng cho công ty.

Một lợi thế nữa của công ty thực hiện việc mua lại hay Sáp nhập với một công ty khác là nó có vị thế tín dụng cao hơn, bởi thu nhập của công ty sau khi Sáp nhập hay mua lại thường lớn hơn lợi nhuận của từng công ty riêng rẽ. Do khả năng vay mượn nợ được nhiều hơn nên các chi phí phải trả lãi tăng lên và do đó làm giảm thuế thu nhập, khoản tiết kiệm thuế này cũng được coi là lợi nhuận thực tế.

Cuối cùng, có nhiều cơ sở để tin rằng, trong những doanh nghiệp thực hiện sự mua lại hay Sáp nhập với doanh nghiệp khác tạo ra sự an toàn cao hơn cho các trái chủ của nó, bởi họ có thêm sự bảo đảm từ những tài sản của doanh nghiệp mới được hợp nhất.

* 1. Động lực phát triển

Phát triển là một trong những mục tiêu tới quan trọng của doanh nghiệp. Tuy nhiên sự tăng trưởng nội sinh (Internal Growth) là một quá trình rất phức tạp bởi công ty phải mua thêm máy móc thiết bị, xây dựng thêm nhà xưởng, đào tạo công nhân, tìm thêm thị trường cho sản phẩm mới… Do đó tốn rất nhiều thời gian và công sức. Bởi vậy trong nhiều trường hợp việc mua lại hay Sáp nhập một công ty khác là cách làm hiệu quả và tốn ít thời gian nhất để phát triển quy mô của doanh nghiệp.

Còn trong những khu vực thị trường do một công ty độc quyền kiểm soát phần lớn thị phần của một sản phẩm, thì việc một công ty nhỏ mua lại bằng phát minh và mua dây chuyền sản xuất sản phẩm đó từ công ty độc quyền cũng là một cách để phát triển.

Trong những ngành kinh doanh mà thị trường sản phẩm do các doanh nghiệp sản xuất ra đã gần như hoàn toàn được thỏa mãn thì việc mua lại hay Sáp nhập cũng đạt hiệu quả cao hơn do thế và lực trong cạnh tranh của công ty sẽ mạnh hơn khi hợp nhất.

Mặt khác, tùy việc mua lại hay Sáp nhập có những thuận lợi cho sự phát triển. Nhưng câu hỏi đặt ra là công ty phải trả bao nhiêu tiền cho sự tăng trưởng đó.

Trong trường hợp mua một công ty với giá hoàn toàn phù hợp với giá trị thực của nó, thì sự phát triển đó không làm tăng lợi nhuận của công ty. Bởi tuy tài sản, doanh số và lợi nhuận tăng, nhưng thường phải chia cho nhiều cổ đông hơn.

* 1. Động lực đa dạng hóa các hoạt động kinh doanh

Việc đầu tư mua một doanh nghiệp không cùng tuyến sản phẩm saẽ đem lại cho công ty một nguồn thu nhập ổn định hơn. Tuy nhiên lợi thế này chỉ có tác dụng làm giảm rủi ro, còn rất hiếm trường hợp có tác dụng nâng cao giá trị của công ty. Nguyên nhân là do sự đa dạng hóa giữa hai hay nhiều công ty có thể được công chúng đầu tư thực hiện dễ dàng. Do đó, lợi nhuận đa dạng hóa đã nằm sẵn trong giá trị của cổ phiếu dù công ty có thực hiện sự hợp nhất hay không.

Sự đa dạng hóa của công ty chỉ có thể tạo ra nhiều lợi nhuận hơn cho cổ đông trong trường hợp nó có thể tạo ra nhiều lợi nhuận hơn sau khi hợp nhất.

1. PHÂN BIỆT MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP:
	1. Giống nhau:

- Công ty sau khi sáp nhập hay mua lại sẽ thay đổi vị trí tồn tại trên thị trường, thay đổi chủ sở hữu, thay đổi ban lãnh đạo…

- Công ty sáp nhập, mua lại sau quá trình M&A là một công ty lớn hơn công ty cũ về quy mô, về tiềm lực tài chính, về nhân sự …

* 1. Khác nhau:

Căn cứ theo quy định pháp luật hiện hành và nhận định của một số chuyên gia trong lĩnh vực này, hoạt động sáp nhập và mua lại doanh nghiệp có một số điểm khác biệt sau:

* ***Thứ nhất*,** về hình thức thực hiện:
* **Sáp nhập:** toàn bộ tài sản của doanh nghiệp bị sáp nhập sẽ được chuyển cho doanh nghiệp nhận sáp nhập.
* **Mua lại:** không nhất thiết toàn bộ mà **đôi khi chỉ là một bộ phận** tài sản của doanh nghiệp bị mua lại phải gộp chung với tài sản của doanh nghiệp mua lại. Điều này phụ thuộc vào quy mô của thương vụ mua lại.
* ***Thứ hai*,** về bản chất của giao dịch:

**Sáp nhập** có thể hiểu theo cách đơn giản là việc hai hay nhiều doanh nghiệp (thường có cùng quy mô, tính chất) hợp tác, đồng thuận liên kết trở thành một doanh nghiệp nhằm mang lại l[ợi ích chung lớn nhất có thể cho các bên liên](http://www.saga.vn/view.aspx?id=2920) quan. Một vụ sáp nhập mang tính chất công bằng như vậy còn được gọi là **sáp nhập cân bằng.** Tuy nhiên trên thực tế, đa số các thương vụ thường rất khó đạt được sự đồng thuận từ các bên tham gia. Bên nhận sáp nhập thường sẽ dùng nhiều cách để “thâu tóm” một hoặc các bên “yếu thế” hơn. Một khi tính “hữu hảo” không tồn tại, tức đối tượng bị mua lại không muốn, thậm chí phải thực hiện các kỹ thuật tài chính để chống lại việc bị sáp nhập, thì hoạt động này hoàn toàn mang hình ảnh của một thương vụ mua lại.

Một thương vụ sáp nhập hay mua bán phụ thuộc vào thiện chí, tầm nhìn và cách đánh giá của nhà lãnh đạo, chủ sở hữu  công ty. Tuy nhiên trên thực tế, có rất nhiều trường hợp bên bị mua lại và bên mua lại sẽ đàm phán, thỏa thuận với nhau để truyền tải thông tin ra bên ngoài rằng “hoạt động này là sáp nhập ngang bằng và được diễn ra một cách thân thiện giữa hai hoặc nhiều bên”, mặc dù về bản chất đây là họat động mua bán.

* ***Thứ ba*,** về hệ quả pháp lý:
* **Sáp nhập:** sau khi đăng ký kinh doanh, doanh nghiệp bị sáp nhập sẽ **hoàn toàn** chấm dứt tồn tại; trong khi doanh nghiệp nhận sáp nhập sẽ được hưởng các quyền và lợi ích hợp pháp, cũng như chịu trách nhiệm về những khoản nợ chưa thanh toán, hợp đồng lao động và nghĩa vụ tài sản khác của doanh nghiệp bị sáp nhập.
* **Mua lại:** sau khi hợp đồng có hiệu lực, doanh nghiệp bị mua lại sẽ chấm dứt hoạt động **một phần** đối với phần bị mua lại; doanh nghiệp mua lại sẽ được hưởng các quyền và lợi ích hợp pháp, chịu trách nhiệm về những khoản nợ chưa thanh toán, hợp đồng lao động và nghĩa vụ tài sản khác của phần doanh nghiệp bị mua lại.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Sáp nhập** |  | **Mua lại** |
| * Không dùng tiền mặt, thường được thực hiện bằng cách chia sẻ cổ phiếu
 |  | * Giao dịch mua lại doanh nghiệp thường được thanh toán bằng tiền mặt hoặc bằng ngân phiếu
 |
| * Định giá: bằng cách xác định giá trị công ty bị sáp nhập bằng bao nhiêu cổ phiếu của công ty sáp nhập
 |  | * Định giá: Không quy giá trị của công ty bị sáp nhập thành cổ phiếu mà xác định giá trị của nó bằng tiền mặt
 |
| * Hội đồng quản trị của công ty bị sáp nhập sau khi sáp nhập có vai trò vị trí không bằng công ty sáp nhập
 |  | * Hội đồng quản trị công ty bị mua lại không có tiếng nói và quyền hạn gì trong việc tái tổ chức công ty mới
 |
| * Sau sáp nhập thì công ty bị sáp nhập thường mất đi
 |  | * Sau giao dịch công ty bị mua lại có thể vẫn còn
 |

 Như vậy, tùy thuộc vào hình thức thực hiện, bản chất giao dịch, hệ quả pháp lý, và một số yếu tố khác mà mỗi thương vụ M&A sẽ được xác định là hoạt động sáp nhập hay mua bán. Từ đó cũng thể hiện rõ sự khác biệt của hai hoạt động tưởng chừng như rất giống nhau này.

1. TIẾN TRÌNH THỰC HIỆN MỘT GIAO DỊCH MUA LẠI HAY HỢP NHẤT

Trong hầu hết các trường hợp mua lại hay sáp nhập thường diễn ra rất nhiều cuộc thương lượng giữa các ban lãnh đạo của hai bên có liên quan. Trong nhiều trường hợp, những cuộc thương lượng này do ban lãnh đạo bên mua đề xướng với bên bán. Ban lãnh đạo của bên mua quyết định thăm dò khả năng phát triển nội sinh của công ty thông qua việc mua lại hay sáp nhập và bắt tay vào nghiên cứu để tìm doanh nghiệp mục tiêu cần mua. Sau đó tiến hành thương lượng và trong trường hợp cuộc thương lượng tiến triển tốt thì hình thức hợp nhất cụ thể sẽ được trình bày với cổ đông để họ cho ý kiến.

Tuy nhiên, trong một số trường hợp ban lãnh đạo của công ty được chọn mua có thái độ thù địch và chống lại lời đề nghị hợp nhất. Ban lãnh đạo của công ty bên mua phải quyết định chọn mua công ty khác hoặc cố gắng thuyết phục họ. Nếu ban lãnh đạo của công ty bên mua quyết tâm thôn tính bằng được, họ có hai sự lựa chọn là phải đấu tranh giành quyền kiểm soát hoặc đưa ra những đề nghị hấp dẫn với cổ đông hiện tại của công ty cần thôn tính.

Quyền kiểm soát là quyền của một số cổ đông ủy quyền cho một người khác sử dụng quyền bầu cử của người đó để đầu phiếu tại đại hội cổ đông. Trong một cuộc đấu tranh giành quyền kiểm soát, ban lãnh đạo của bên thôn tính phải cố gáng thu được đủ số quyền bầu cử để chống lại ban lãnh đạo của công ty đang bị thôn tính. Nhìn chung các chi phí để giành quyền bầu cử khá cao và cơ hội để chiến thắng rất hạn chế

Thương lượng về giá mua bán cổ phần là một lời đề nghị trực tiếp với cổ đông để họ bán lại cổ phần của họ với một giá cụ thể nào đó. Cũng giống như một cuộc đấu tranh giành quyền đầu phiếu, doanh nghiệp thôn tính cần nhận được đủ số cổ phần cần thiết để áp đảo ban lãnh đạo hiên nay của công ty bị thôn tính và chiến thắng sự chống đối của họ. Việc thương lượng mua lại cổ phần thường dễ thành công hơn là tìm cách giành quyền đầu phiếu để kiểm soát công ty, nhưng sự chống trả của ban lãnh đạo hiện tại của công ty bị sáp nhập cũng rất quyết luyệt.

1. ĐỊNH GIÁ THỎA THUẬN MUA LẠI HAY SÁP NHẬP

Có lẽ xác định giá mua để tra cho các chủ sở hữu của công ty bị Sáp nhập hay đại diện của họ là một công việc có tầm quan trọng đặc biệt đối với nhà quản trị trong một giao dịch mua lại công ty.

Quyết định sẽ được đưa ra sau khi tiến hành phân tích cơ cấu sử dụng ngân sách của công ty. Tuy nhiên, có rất nhiều yếu tố ảnh hưởng đến quyết định mua lại hay Sáp nhập.

Thứ nhất, đối với những công ty lớn, việc định giá chúng để ra quyết định là một công việc rất phức tạp. Bởi các nhà quản trị sẽ phải xác định dòng tiền kỳ vọng của những tài sản của công ty bị thôn tính, đánh giá chi phí và lợi nhuận từ việc Sáp nhập hai công ty.

Thứ hai, các dự án đầu tư sản xuất chỉ liên quan đến việc đầu tư vào các loại tài sản, còn hầu hết các giao dịch mua lại hay Sáp nhập đều phải đánh giá cả các khoản nợ của công ty là đối tượng mua bán. Đây là một công việc cũng hết sức phức tạp.

Thứ ba, trong các hoạt động đầu tư thuần túy thường là sự biến tiền thành tài sản, còn trong các hoạt động mua lại hay Sáp nhập thường thực hiện việc biến cổ phần thành tài sản. Bởi vậy nó làm tăng thêm sự phức tạp.

Cuối cùng, sự mua lại hay Sáp nhập liên quan đến việc mặc cả, ngã giá để bán công ty. Do đó, mỗi bên (bên mua và bên bán) đều phải đánh giá không chỉ chi phí và lợi nhuận của riêng họ, mà còn phải thực hiện sự đánh giá này đối với bên đối tác. Khi thực hiện tốt những công việc này sẽ đem lại ưu thế trong thương lượng và gia tăng khả năng đạt được những thỏa thuận tốt hơn cho của đông của họ.

Chúng ta sẽ lần lược phân tích từng tình huống chi trả cho cổ đông của công ty bị mua lại.

* 1. Thanh toán bằng tiền

Giả sử các nhà quản trị của công ty A đang phân tích khả năng mua công ty B. Sự hợp nhất này chỉ nên được tiến hành nếu thị giá của công ty sau khi hợp nhất lớn hơn tổng giá trị của A và B trước khi hợp nhất cộng lại.

Giả sử giá trị của công ty A được ký hiệu là VA công ty B là VB và sau khi hợp nhất là VA+B thì sự hợp nhất sẽ đem lại lợi nhuận kinh tế nếu:

 VA+B > VA + VB (1)

 G là phần thu nhập do sự trên lệch giữa VA+B và VA + VB:

G = VA+B - (VA + VB) (2)

Giá trị thuần của sự hợp nhất là giá trị sau hợp nhất (VA+B ) trừ đi giá trị của riêng công ty A trước khi hợp nhất (VA), trừ giá trị của khoản tiền trả cho sự hợp nhất (CASH)

NPV = (VA+B - VA ) – CASH (3)

Phần trong ngoặc đơn là giá trị chênh lệch của công ty A trước và sau khi hợp nhất. Nếu đồng thời cộng và trừ giá trị VB vào (3) chúng ta có:

NPV = VA+B - ( VA + VB) + VB - CASH = G + VB – CASH (4)

Phần giá trị G + VB thể hiện lợi nhuận hợp nhất đem lại cho công ty A và CASH thể hiện chi phí của giao dịch hợp nhất đó.

Vì lẽ tổng số tiền phải trả được xác định bởi kết quả thương lượng hay đấu tranh giữa hai bên; do đó nó cho phép phân tích mối quan hệ giữa NPV của sự hợp nhất và số tiền phải trả ở nhiều mức thu nhập (G) khác nhau do hợp nhất đem lại.

Trước tiên, chúng ta ký hiệu tổng số tiền tối thiểu mà công ty B có thể chấp thuận là VB và giá trị của B là một thực thể độc lâp. Mặc dù giá trị thanh toán có thể lớn hơn VB, bởi B muốn chia sẻ phần thu nhập G với A; nhưng chúng ta đã giả định rằng B chấp nhận số tiền A chi trả bằng VB. Nếu ký hiệu tổng số tiền tối thiểu mà công ty B nhận được là CASHmin chúng ta có:

CASHmin = VB (5)

Nếu A trả cho B số tiền là CASHmin thì A hưởng toàn bộ phần thu nhập do sự hợp nhất tạo ra:

NPV = G + VB – CASHmin = G + VB –VB = G (6)

Ngược lại, giả sử B dành bộ phần thu nhập do sự hợp nhất đem lại thì khoản tiền mà A trả cho B là CASHmax và:

CASHmax = VB + G (7)

Do đó NPV của A sẽ bằng 0:

NPV = G + VB – CASHmax = G + VB – (G + VB) = 0 (8)

Vì lẽ B không chấp thuận nhận số tiền thấp hơn VB và A không trả cao hơn VB + G. Do đó số tiền thanh toán cho giao dịch mua lại doanh nghiệp sẽ nằm trong khoảng CASHmax và CASHmin; giá trị cụ thể sẽ tùy thuộc vào sự thương lượng giữa hai bên. Khoản tiền nằm trong giới hạn này sẽ đem lại cho cả hai bên NPV > 0.

Tuy nhiên khó khăn lớn nhất trong một giao dịch mua lại hay Sáp nhập là xác định giá trị của G. Trong công thức (2) đã xác định G là là phần chênh lệch giữa giá trị của doanh nghiệp sau khi hợp nhất, trừ đi tổng giá trị của hai doanh nghiệp trước khi hợp nhất.

Về nguyên tắc, giá trị VA và VB là thị giá cuả từng công ty A và B. Nhưng những giá trị này được đo lường trước khi hợp nhất. Khi thông tin về sự hợp nhất được tung ra thị trường thì sẽ có những ảnh hưởng xấu đến giá trị của B.

Để giả quyết vấn đề này, chúng ta có thể đánh giá VA và VB là bằng cách theo dõi giá trị của chúng trong thị trường nhiều tuần trước khi sử dụng thông tin về sự hợp nhất bị rò rỉ. Do đó những giá trị này phản ánh sự thay đổi về chỉ số thị trường cổ phiếu chung hay chỉ số riêng của từng ngành. Phương phápnày sẽ đem lại những đánh giá hợp lý và đáng tin cậy hơn.

Khó khăn lớn hơn là đánh giá giá trị của doanh nghiệp sau khi hợp nhất,VA + B. Điều hiển nhiên là chúng ta không thể đợi cho đến sau khi hợp nhất để quan Sáp thị giá, vì lẽ VA + B phải được ước tính trước khi Sáp nhập. Phương pháp tiếp cận tốt nhất để đánh giá VA + B là đánh giá những thay đổi sẽ xảy ra do hệ quả của sự Sáp nhập.

Chúng ta sử dụng thí dụ sau để xem xét cách xác định giá trị của doanh nghiệp sau khi hợp nhất.

Hai công ty X và Y cùng hoạt động trong ngành chế tạo thiết bị, máy móc. Giá bán cổ phần của từng công ty trước khi thông báo hợp nhất lần lượt là 48 và 40 USD. Do cuộc thương lượng Sáp nhập kéo dài trong nhiều tuần, do đó tin đồn đã lan đi khắp mọi nơi trong suốt hai tuần cuối cùng. Giá bán cổ phần trên được coi là không còn phù hợp và do đó không thể sử dụng để xác định giá trị của từng công ty. Trước khi những thông tin về sự Sáp nhập bị rò rỉ ra bên ngoài, giá bán cổ phần của công ty X là 40 USD và của công ty Y là 30 USD. Bởi lẽ tại thời điểm này, chỉ số giá cổ phần trong ngành tăng 10%, do đó giá bán cổ phần hiện tại được định giá lại không chịu ảnh hưởng của tin đồn sẽ là 40 x 1,1 = 44 USD/cổ phần của công ty X và 30 x 1,1 = 33 USD/cổ phần của công ty Y. Số lượng đã phát hành của công ty X là 10.000.000 cổ phần; và của công ty Y là 4.000.000. Dựa vào những số liệu này chúng ta có tính được tổng giá trị vốn cổ phần của công ty X là 440 triệu và công ty Y là 132 triệu USD.

Giả sử giá trị của công ty sau khi Sáp nhập được tính giá là 660 triệu USD, phần thu nhập do sự cộng hưởng mang lại là:

G = VX+Y – (VX + VY) = 660 – (440 +132) = 88 triệu

Để tìm giới hạn của khoản tiền mà công ty X sẵn lòng trả cho công ty Y, chúng ta sử dụng công thức (5) và (7):

CASHmin = VY = 132 triệu

CASHmax = VY + G = 132 + 88 = 220 triệu

Vì vậy, nếu công ty X trả cho công ty Y 160 triệu, thì NPV của công ty X sẽ là:

NPVX = G + VY – CASH = 88 + 132 – 160 = 60 triệu USD

Trái lại, công ty Y có giá trị là 132 triệu và nhận được 160 triệu USD, phần thu nhập nhận được sau khi bán công ty là 28 triệu USD.

* 1. Thanh toán bằng cổ phần

Thay vì trả cho công ty Y bằng tiền, công ty X có thể đề nghị trả bằng cổ phần. Trong trường hợp này cần thiết phải lập tỷ số chuyển đổi cổ phần, nhờ đó cổ đông của công ty Y sẽ nhận được một lượng cổ phần nào đó của công ty X cho mỗi cổ phần của công ty Y. Sau khi hợp nhất, cổ đông của công ty Y sẽ nhận được một lượng cổ phần nào đó của công ty mới. Nếu ký hiệu phần mà cổ đông của công ty X nhận được là Z, chúng ta tính lại NPV của X sau khi hợp nhất với phần trả cho Y là Z.VX+Y. Sử dụng lại công thức (4) với Z.VX+Y thay thế vào CASH, chúng ta có:

NPVX = G + VY – Z.VX+Y (9)

Với G + VY thể hiện phần lợi nhuận của X do sự hợp nhất đem lại và Z.VX+Y thể hiện phần chi phí của giao dịch mua lại hay Sáp nhập. Để phân tích công thức (9), chúng ta sử dụng lại phương pháp tiếp cận thiết lập giá trị tối thiểu và tối đa cho Z.

Gọi phần đền bù tối thiểu cho việc mua lại công ty có thể được bên bán chấp nhận là VY. Nếu cổ đông của công ty Y nhận được cổ phiếu theo thị giá bằng hoặc lớn hơn VY thì họ có lợi nhuận hoặc không bị lỗ. Do đó, chúng ta tìm giá trị tối thiểu của Z bằng công thức:

 Zmin Vx+y = Vy

Bởi vậy,

 (10)

Mặc khác, cổ đông của công ty Y cũng có thể nhận được phần đền bù tối đa, nếu

ZVx+y  = G + VY. Do đó,

 ZmaxVx+y  = G + VY  (11)

Và  (12)

Giá trị tối thiểu và tối đa của Z có thể chuyển đổi dễ dàng thành số lượng cổ phần tối thiểu và tối đa và sẽ được dùng để chuyển đổi cổ phần cũ của công ty Y. Nếu ký hiệu số lượng cổ phần của công ty X trước khi hợp nhất là NX và số lượng cổ phần mới của công ty X cần phát hành để phân phối cho cổ đông của công ty Y là ΔN­X, chúng ta có thể xác định được Z như sau:

 (13)

Từ công thức (13), chúng ta có:

 ΔN­X = ZNX + ZΔN­X

Hay ΔN­X(1 – Z) = ZN­X

Do đó:

 (14)

Nếu muốn tìm số lượng cổ phần tối đa và tối thiểu (tương ứng với ΔN­X (min) ­và ΔN­X(max) ) để phân phối cho cổ đông cũ của công ty Y, chúng ta biến công thức (14) thành:

 (14a)

 =. (14b)

Sử dụng lại ví dụ trong điểm 1, ta có các số liệu như sau:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Tiêu thức** | **Công ty X** | **Công ty Y** |
| Thị giá của mỗi cổ phần PSố lượng cổ phần NTổng giá trị vốn cổ phần VThu nhập do sự cộng hưởng G + y = ++G | 44USD10.000.000440.000.000 | 33USD4.000.000132.000.000 |
| 88.000.000USD660.000.000USD |

**Bảng 1 – Dữ liệu về giao dịch hợp nhất công ty X và công ty Y**

Sử dụng công thức (10) và (12),chúng ta tính được giá trị tối thiểu và tối đa của Z (là hệ số cổ phần mà công ty mới có thể hợp nhât phân phối cổ phần cho cổ đông của công ty Y) là:

= = = 0,2

 = =

Thay các giá trị này vào công thức (14a) và (14b),chúng ta tìm được số lượng cổ phần tối thiểu và tối đa mà công ty mới có thể phân phối cho cổ đông cũ của công ty Y:

) = 10.000.000 =2.500.000 cổ phần

) = 10.000.000 =5.000.000 cổ phần

Giá trị thường kỳ vọng của công ty X sau khi mua lại công ty Y là 660 triệu USD. Nếu nó phân phối 2,5 triệu cổ phần cho cổ đông cũ của công ty Y thì tổng số cổ phần của công ty sẽ là 10.000.000 + 2.500.000 = 12.500.000 cổ phần và mỗi cổ phần sẽ có giá trị là 660 tr/ 12,5 tr = 52,8 USD. Tổng giá trị bồi hoàn cho công ty Y là 2.500.000 52,8 = 132.000.000 USD,bằng với giá trị của nó khi chưa hợp nhất. Rõ ràng là cổ đông cũ của công ty Y không thể chấp nhận mức đền bù thấp hơn giá trị này.

Mặt khác,nếu cổ đông cũ của công ty Y nhận được ) = 5.000.000 cổ phần,thì tổng số cổ phần của công ty mới là 10.000.0000 + 5.000.000 = 15.000.000 cổ phần. Do đó thị giá của mỗi cổ phần sẽ là 660 tr/15 tr = 44 USD, và tổng giá trị bồi hoàn mà cổ đông cũ của công ty B nhận được là 44 5.000.0000 = 220.000.000 USD

Để tìm NPV của công ty X trong giao dịch hợp nhất này,chúng ta sử dụng công thức (9). Cũng cần lưu ý rằng ,mà là giá bán cổ phần của công ty sau khi hợp nhất. Do đó NPV của giao dịch mua lại của công ty X là:

NPV= G + - = 88tr + 132tr -220tr = 0 USD

Rõ ràng là,công ty X sẽ không chấp thuận đền bù 5.000.000 cổ phần cho cổ đông của công ty Y.

Bởi vậy hai bên phải tiến hành thương lượng để công ty X trả cho cổ đông cũ của công ty Y số lượng cổ phần lớn hơn 2,5 triệu và ít hơn 5,0 triệu.

Giả sử nếu công ty X phân phối cho cổ đông của công ty Y 3,75 triệu cổ phần,thì số cổ phần hiện tại của công ty sẽ là 10tr +3,75tr = 13,75tr cổ phần và giá trị của mỗi cổ phần sẽ là 660 / 13,75 = 48USD.Tổng giá trị nà công ty X bồi hoàn cho công ty Y là 48 37,5 tr = 180tr USD,và NPV của công ty X thu được do hợp nhất là:

 = 88 + 132 -180 = 40tr USD

Trái lại,công ty Y nhận được 180tr USD,mà thị giá của nó trước khi hợp nhất là 132tr USD,do đó thu nhập của nó do hợp nhất mang lại là:

180 tr – 132 tr = 48 tr USD

1. SỰ TÁC ĐỘNG CỦA CÁC GIAO DỊCH MUA LẠI (SÁP NHẬP) ĐỐI VỚI THU NHẬP TRÊN MỖI CỔ PHẦN VÀ SỰ TĂNG TRƯỞNG CỦA CÔNG TY

Để đánh giá tiềm năng của một giao dịch mua lại, cần phải đưa vào xem xét một cách cẩn thận những ảnh hưởng của nó đối với thu nhập trên mỗi cổ phần của công ty. Như chúng ta sẽ thấy, các giao dịch mua lại hay sáp nhập có thể tạo ra những ảo tưởng về sự tăng trưởng thu nhập.

Các nhà phân tích cũng như các nhà quản trị cần phải phân biệt sự tăng trưởng thực sự và tăng trưởng giả tạo, mặc dù sự phân biệt này không phải là một công việc dễ dàng.

Chúng ta cùng xem số liệu của 2 doanh nghiệp sau:

Bảng: Số liệu về thu nhập, giá bán cổ phần của 2 công ty A và B

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Tiêu thức | Công ty A | Công ty B |
| 1. Lợi nhuận ròng
 | 120.000.000 | 50.000.000 |
| 1. Số lượng cổ phần
 | 2.400 | 2.500 |
| 1. Lợi nhuận trên mỗi cổ phần (EPS)
 | 50.000 | 20.000 |
| 1. Giá bán cổ phần
 | 500.000 | 160.000 |
| 1. Tỷ số giá bán cổ phần trên EPS (P/EPS)
 | 10 (lần) | 8 (lần) |
| 1. Tổng giá trị vốn cổ phần
 | Va =1.200.000.000 | Vb=400.000.000 |

Giả sử một giao dịch được sáp nhập giữa hai công ty đem lại một tác động manh tính cộng hưởng làm cho EPS của doanh nghiệp mới được tạo thành do sáp nhập lớn hơn EPS của cả công ty A, cũng như công ty B. Nhưng sự gia tăng EPS có thể cao hơn mức do sự cộng hưởng sinh ra.

 Giả sử, sự sáp nhập của công ty A và B không tạo ra một khoảng lợi nhuận cộng hưởng nào. Có thể nhận thấy rằng, EPS của doanh nghiệp mới sáp nhập bằng giá trị trung bình trong của EPS

Do sự sáp nhập không tạo ra lợi nhuận cộng hưởng, chúng ta có G = 0 và VA+B = VA + VB. Bởi vậy trong trường hợp đặc biệt này, giá trị tối thiểu và tối đa của Z bằng nhau:

Zmin = Zmax =

Sử dụng công thức (22.14) chúng ta có thể xác định được số cổ phẩn mà công ty A phân phối cho cổ đông của công ty B là:

∆NA == = 800

Vì vậy tổng số cổ phần của công ty mới sáp nhập là:

 2400 cp + 800 cp = 3200 cổ phần và,

Tổng lợi nhuận của nó là:

 120.000.000 + 50.000.000= 170.000.000 VNĐ

Lợi nhuận trên mỗi cổ phần sau khi sáp nhập là :

 170.000.000 : 3200 = 53.125 VNĐ

Mức thu nhập này cao hơn EPS của cả công ty A và công ty B trước khi sáp nhập.

Câu hỏi đặt ra là do đâu mà có sự gia tăng lợi nhuận này? Có phải đó là lợi nhuận thực sự hay là ảo tưởng? Biến số chủ yếu để có thể trả lời các câu hỏi này là tỷ số giá bán cổ phần trên thu nhập của nó!

Bảng trên cho thấy trước thời điểm sáp nhập, tỷ giá bán cổ phần trên thu nhập của mỗi cổ phần ( EPS) của công ty A là 10 và công ty B là 8. Sự khác biệt về tỷ số này là hệ quả của sự khác biệt về “ chất lượng” của lợi nhuận hiện hành. Thậm chí nếu hai công ty có cùng mức rủi ro, thì một sự khác biệt về tỷ giá bán trên thu nhập của cổ phần vẫn sẽ xãy ra nếu tiềm năng tăng trưởng trong tương lai của hai công ty khác nhau. Nếu công ty A có tiềm năng gia tăng EPS là 14% và công ty B chỉ có khả năng tăng trưởng EPS là 9%, sự khác biệt này có thể giải thích tỷ số giá bán cổ phần trên thu nhập của công ty B có liên quan đến tỷ số đó của công ty A. Bằng cách thôn tính B, công ty A đã đổi một sự gia tăng EPS ngay lập tức để nhận được một tỷ lệ tăng trưởng thấp hơn trong tương lai. Sự hợp nhất đem lại một sự gia tăng ngay lập tức EPS từ 50.000 VNĐ lên 53125 VNĐ, nhưng làm giảm sự tăng trưởng trong tương lai, vì lẽ công ty B có tiềm năng tăng trưởng tương lai thấp hơn công ty hợp nhất.

Từ thí dụ này chúng ta có thể rút ra kết luận là để thấy rõ sự tăng trưởng thực sự của EPS sau khi hợp nhất, cần phải thực hiện những dự báo cụ thể về EPS hơn là tập trung vào sự thay đổi của EPS trong thời điểm hợp nhất. Chúng ta có thể thấy rằng nếu tỷ số P/E của công ty A và công ty B bằng nhau thì không có sự gia tang EPS từ 50.000 VNĐ lên 53.125 VNĐ ở thời điểm hợp nhất. Chúng ta sẽ thấy rõ điều này khi xem xét lại bảng 22.2 một lần nữa với sự thay đổi như sau:

Giả sử giá bán cổ phần của công ty B là 200.000 VNĐ thay vì là 100.000 VNĐ. Chúng ta có thể lập bảng sau:

***Bảng 22.3. Số liệu giả định về thu nhập, cổ phần của hai công ty A và B.***

Đơn vị: VNĐ

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Tiêu thức | Công ty A | Công ty B |
| 1. Lợi nhuận ròng
 | 120.000.000 | 50.000.000 |
| 1. Số lượng cổ phần
 | 2.400 | 2.500 |
| 1. Lợi nhuận trên mỗi cổ phần (EPS)
 | 50.000 | 20.000 |
| 1. Giá bán cổ phần
 | 500.000 | 200.000 |
| 1. Tỷ số giá bán cổ phần trên EPS (P/EPS)
 | 10 | 10 |
| 1. Tổng giá trị vốn cổ phần
 | VA= 1.200.000.000 | VB= 500.000.000 |

Dựa vào bảng 22.3 chúng ta có thể tính toán lại phần cổ phần của cổ đông cũ của công ty B trong công ty hợp nhất như sau:

 = = =

Số cổ phần công ty A phân phối cho cổ đông cũ của công ty B là:

Tổng số cổ phần của công ty hợp nhất sẽ là 2.400 + 1.000 = 3.400 cổ phần và tổng lợi nhuận ròng là 170.000.000 : 3.400 = 50.000 VNĐ chỉ vừa bằng EPS trước khi hợp nhất. Điều đó cho thấy sự hợp nhất không làm tăng EPS.

|  |  |
| --- | --- |
| **Tiêu thức** | **Công ty A sau khi hợp nhất** |
| 1. Lợi nhuận ròng
 | 170.000.000 VNĐ |
| 1. Số lượng cổ phần
 | 3.400 CP |
| 1. EPS
 | 50.000 VNĐ |

Qua những phân tích này cho thấy sự tăng, giảm EPS của một doanh nghiệp trong các giao dịch mua lại là do tỉ số P/EPS tạo ra. Nếu công ty A tìm mua được những doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao, thì dù EPS của nó giảm trong thời gian trước mắt, nhưng kỳ vọng nó sẽ tăng lên mức cao hơn trong tương lai.

Tóm lại, môt giao dịch hợp nhất giữa hai doanh nghiệp có mức tăng trưởng khác nhau đem lại sự thay đổi trong sự tăng trưởng EPS cẩu công ty hợp nhất. Khi công ty mua được một doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng EPS thấp hơn thì tốc độ tăng trưởng EPS trong tương lai của no sẽ rất chậm, nhưng nó có thể tạo ra sự tăng EPS ngay khi sáp nhập và đó là một ảo ảnh về sự tăng trưởng. Trái lại nếu mua được một công ty có tiềm năng tăng trưởng cao hơn, sẽ làm cho EPS công ty giảm trong giai đoạn hợp nhất, nhưng sẽ tăng trưởng cao trong tương lai.

1. CÁC HOẠT ĐỘNG M&A TẠI VIỆT NAM

Riêng năm 2014, theo thống kê chưa đầy đủ của nhóm nghiên cứu diễn đàn M&A (MAF), giá trị các thương vụ M&A tại Việt Nam đạt 4,2 tỷ USD.

GS.TS Christopher Kummer, Chủ tịch Viện Sáp nhập, Mua lại và Liên kết (IMAA) cho biết, Việt Nam đã có bước tiến trong bảng xếp hạng hoạt động mua bán, sáp nhập doanh nghiệp toàn cầu khi vươn lên xếp vị trí thứ 20.Theo Quỹ Tiền Tệ Thế giới (IMF) Việt Nam chỉ xếp thứ 55 về tổng sản phẩm quốc nội (GDP) thì vị trí 20 về mua bán, sáp nhập là đáng chú ý.Trong số 219 thương vụ năm 2014, quy mô các thương vụ M&A tăng mạnh so với năm 2013, 6 tháng đầu năm 2015, giá trị thương vụ đã bằng ¾ năm 2014.

Tuy nhiên, theo Tiến sĩ Cấn Văn Lực – Phó Tổng giám đốc Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV), nếu so với thế giới và khu vực, quy mô thị trường M&A Việt Nam còn nhỏ. Trong năm 2014, giá trị giao dịch M&A thế giới tăng 57%, đạt 4.400 tỷ USD. Trong khi đó, Việt Nam chỉ tăng 33%.

Mục tiêu chính của TPP là xóa bỏ các loại thuế và rào cản cho hàng hóa, dịch vụ xuất nhập khẩu giữa các nước thành viên

Ngoài ra, TPP sẽ còn thống nhất nhiều luật lệ, quy tắc chung giữa các nước này, như: sở hữu trí tuệ, chất lượng thực phẩm, hay an toàn lao động…

trong đó chỉ có 5 chương là trực tiếp liên quan đến vấn đề trao đổi hàng hóa, dịch vụ, các chương còn lại đề cập nhiều vấn đề liên quan đến các chuẩn mực, tiêu chuẩn khác nhau về môi trường, chất lượng lao động, luật lệ tài chính, thực phẩm và thuốc men…

# *Kiến thức căn bản về hiệp định TPP:*

# Xóa bỏ các loại thuế và rào cản cho hàng hóa, dịch vụ xuất nhập khẩu giữa các nước thành viên

# Thống nhất nhiều luật lệ, quy tắc chung giữa các nước này, như: sở hữu trí tuệ, chất lượng thực phẩm, hay an toàn lao động…

# Các quốc gia thành viên hiện tại của TPP chiếm 40% GDP của cả thế giới và 26% lượng giao dịch hàng hóa toàn cầu.

# TPP sẽ đặt ra được các luật lệ quốc tế mà vượt qua phạm vi WTO như: chính sách đầu tư, bảo vệ quyền sở hữu trí tuệ, kiểm soát các công ty nhà nước, chất lượng sản phẩm và lao động….

# Thỏa thuận TPP bao gồm 29 chương, trong đó chỉ có 5 chương là trực tiếp liên quan đến vấn đề trao đổi hàng hóa, dịch vụ, các chương còn lại đề cập nhiều vấn đề liên quan đến các chuẩn mực, tiêu chuẩn khác nhau về môi trường, chất lượng lao động, luật lệ tài chính, thực phẩm và thuốc men…

# Với hiệp định TPP, các công ty, tập đoàn nước ngoài và quốc tế sẽ có khả năng mang chính phủ của các quốc gia thành viên ra tòa án đặc biệt của TPP khi các quốc gia này đặt ra các luật lệ, chính sách đi ngược lại với chỉ tiêu của TPP

# Chi tiết về TPP được thương lượng một cách bí mật.

# Trong năm 2011 ta chứng kiến hoạt động M&A diễn ra rất sôi nổi, đặc biệt có nhiều thương vụ có giá trị hàng trăm triệu USD. Top 10 thương vụ M&A tiêu biểu năm 2011 như sau:

* 1. IFC mua 10% cổ phần Vietinbank:

Lĩnh vực: Tài chính

Đây là thương vụ tiêu biểu đánh dấu hoạt động mua cổ phần của nhà đầu tư chiến lược nước ngoài đối với các ngân hàng Việt Nam và cũng là thương vụ phát hành cổ phần có giá trị lớn nhất trong năm. Đầu năm, Vietinbank (CTG) đã phát hành riêng lẻ 10% cổ phần cho Công ty tài chính quốc tế-IFC với tổng giá trị là 182 triệu USD. Ngân hàng này cũng dự định bán 15% cổ phần cho Bank of Nova Scotia nhưng chưa đi đến kết quả cuối cùng.

* 1. KKR rót 159 triệu USD vào Masan Consumer:

Lĩnh vực: Hàng tiêu dùng

Đây là thương vụ phát hành cổ phần ngoài thị trường niêm yết với giá trị lớn nhất trong năm 2011. KKR – Một trong những công ty đầu tư private equity lớn nhất thế giới – đã bỏ ra 159 triệu USD để mua 10% cổ phần của CTCP Hàng tiêu dùng Masan (Masan Consumer). Mức giá mà KKR trả tương ứng hơn 11 USD/cp.Masan Consumer là công ty con của Tập đoàn Masan (MSN), với hoạt các sản phẩm chính là nước mắm, nước tương Chin-su; mì ăn liền Omachi, Tiến Vua… Kết quả kinh doanh của công ty tăng trưởng rất mạnh mẽ trong những năm vừa qua.

* 1. Unicharm mua lại 95% cổ phần của Diana:

Lĩnh vực: Hàng tiêu dùng

Thương vụ này đại diện cho trào lưu doanh nghiệp Nhật mua cổ phiếu Việt diễn ra mạnh mẽ trong năm qua; đồng thời cũng đại diện cho việc doanh nghiệp nước ngoài thâu tóm doanh nghiệp trong nước. Unicharm (Nhật Bản) thông qua công ty con tại Thái Lan đã mua lại 95% cổ phần của công ty Diana với giá trị khoảng 128 triệu USD. Diana là công ty trong nước hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất băng vệ sinh, tã giấy…

Trong năm 2011, nhà đầu tư Nhật Bản góp mặt trong rất nhiều thương vụ mua bán cổ phần như SBI Securites đầu tư vào FPTS; NTT Docomo đầu tư vào VMG Media; ORIX mua 25% cổ phần Nutifood hay việc Mizuho chuẩn bị mua 15% cổ phần Vietcombank. Ngoài thương vụ trên thì còn có một số trường hợp doanh nghiệp nước ngoài mua quá bán cổ phần của doanh nghiệp trong nước như Fortis Healthcare (Ấn Độ) mua 65% cổ phần Y khoa Hoàn Mỹ; SEB (Pháp) mua 65% cổ phần Quạt Việt Nam; Carlsberg mua lại 50% qua đó sở hữu 100% Bia Huế.

* 1. Vinpearl sáp nhập vào Vincom:

Lĩnh vực: Bất động sản

Đây là thương vụ sáp nhập lớn nhất giữa 2 doanh nghiệp niêm yết. Đầu năm 2011, ba công ty liên kết của Vinpearl là Vinpearl Đà Nẵng, Vinpearl Hội An và Vincharm đã được sáp nhập vào Vinpearl. Đến cuối năm, Vinpearl lại được sáp nhập vào Vincom. Hiện cả Vincom và Vinpearl đều nằm trong top 5 doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất tại sàn HoSE. Dự kiến công ty mới sau sáp nhập sẽ có vốn điều lệ gần 5.500 tỷ đồng, tương ứng vốn hóa hơn 50.000 tỷ đồng.

* 1. C.P Pokphand mua lại 70,8% cổ phần của C.P Việt Nam:

Lĩnh vực: Nông nghiệp

Đây là thương vụ mua bán cổ phần có giá trị lớn nhất từ trước đến nay đối với một

doanh nghiệp Việt Nam. Giá trị của thương vụ này đạt 609 triệu USD. Tuy nhiên, đây là thương vụ mua bán cổ phần giữa các nhà đầu tư nước ngoài. Charoen Pokphand Group (C.P Group) của Thái Lan đã bán lại số cổ phần trên cho công ty con tại Hongkong là C.P Pokphand (CPP). C.P Việt Nam là công ty sản xuất thức ăn gia súc và thức ăn nuôi trồng thủy sản hàng đầu ở nước ta. Hiện C.P Việt Nam chiếm khoảng 20% thị phần thị trường bán thức ăn chăn nuôi, 77% trên thị trường chăn nuôi lợn công nghiệp và 30% trên thị trường chăn nuôi gà thịt ở Việt Nam.

* 1. Các lãnh đạo Tập đoàn Xuân Thành mua lại chứng khoán Vincom:

Lĩnh vực: Tài chính

Thương vụ tiêu biểu cho các thương vụ thay tên, đổi chủ tại các công ty chứng khoán. CTCP Vincom (VIC) đã bán lại 75% cổ phần tại CTCP Chứng khoán Vincom cho các lãnh đạo của Xuân Thành Group. Sau đó, Chứng khoán Vincom được đổi tên thành Chứng khoán Xuân Thành**.**

* 1. Diageo mua lại cổ phần Halico:

Lĩnh vực: Hàng tiêu dùng

Mức giá mua lại kỷ lục 213.600 đồng/cổ phiếu. Hãng đồ uống Anh quốc Diageo thông qua công ty con của mình là Streetcar Investment đã mua lại 6 triệu cổ phiếu CTCP Cồn rượu Hà Nội (Halico) với mức giá trên, tương ứng tổng giá trị gần 1.300 tỷ đồng. Phần lớn số cổ phiếu trên được mua lại từ quỹ VOF thuộc VinaCapital. Diageo là hãng sở hữu các thương hiệu rượu Johnnie Walker, Smirnoff, Bailey… còn Halico được biết đến với thương hiệu Vodka Hà Nội.

**M&A ở Việt Nam**

 Theo nghiên cứu của Nexus Group, sau 9 tháng đầu năm 2011, giá trị M&A ghi nhận được là 2.67 tỷ USD tăng 150% so với cả năm 2010.

 Các thương vụ xảy ra chủ yếu là do các nguồn có yếu tố NN, chiếm 81.3%, chủ yếu từ Mỹ, TQ, Nhật. Các nguồn trong nước bắt đầu xuất hiện, tuy chiếm tỷ trọng nhỏ, khoảng 18.7%.

 Giao dịch M&A trong những năm nay cũng đánh dấu sự thoái vốn của rất nhiều Quỹ đầu tư

 Ngành hàng tiêu dùng, tài chính và bất động sản dẫn đầu danh sách các ngành có tỷ trọng giao dịch cao.