

# Sáp nhập và thu tóm thông qua phương thức chào mua công khai trên sàn chứng khoán

TS. VŨ ANH DŨNG\*  
BÙI GIA TUÂN\*\*

*Những năm gần đây, sáp nhập và thu tóm (M&A) đang nổi lên như một kênh đầu tư quan trọng được nhiều nhà đầu tư và doanh nghiệp sử dụng trong chiến lược kinh doanh của mình. Tuy nhiên, cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán, bên cạnh các hình thức M&A truyền thống, M&A thông qua chào mua công khai trên sàn chứng khoán đã và đang được nhiều doanh nghiệp sử dụng khá hiệu quả. Loại hình M&A này mang lại nhiều cơ hội và lợi thế đáng kể cho doanh nghiệp nhưng cũng ẩn chứa những rủi ro không nhỏ trong việc quản trị M&A thu tóm và chống thu tóm. Bài báo này làm rõ những đặc điểm nổi bật, những lợi thế và cơ hội cũng như những rủi ro có thể gặp phải khi sử dụng M&A bằng chào mua công khai trên sàn chứng khoán. Các tác giả phân tích hai trường hợp nổi bật và đưa ra những giải pháp cho cách tiếp cận M&A theo phương thức này một cách chủ động và tích cực nhằm nâng cao chất lượng ra quyết định của doanh nghiệp.*

## 1. Khái niệm M&A tại Việt Nam và trên thế giới

Tại Việt Nam, Luật Doanh nghiệp 2005 quy định sáp nhập là việc một hoặc một số công ty cùng loại (sau đây gọi là công ty bị sáp nhập) có thể sáp nhập vào một công ty khác (sau đây gọi là công ty nhận sáp nhập) bằng cách 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. Công ty bị sáp nhập (công ty mục tiêu) sẽ chấm dứt hoạt động sau đó. Trong khi đó, hợp nhất là

việc hai hoặc một số công ty cùng loại (sau đây gọi là công ty bị hợp nhất) có thể hợp nhất thành một công ty mới (sau đây 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 tồn tại của các công ty bị hợp nhất. Hai công ty bị hợp nhất sẽ chấm dứt hoạt động và công ty mới được thành lập.

Trên thế giới và theo góc độ tài chính<sup>1</sup>, sáp nhập (Merger) xảy ra khi hai công ty, thường là các công ty có cùng quy mô, đồng ý tiến tới thành lập một công ty mới hơn là duy trì sở hữu

\*,\*\* Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội

<sup>1</sup> Theo Từ điển các khái niệm thuật ngữ tài chính Investopedia

và hoạt động của các công ty thành phần. Chứng khoán của các công ty thành phần sẽ được xóa bỏ và công ty mới sẽ phát hành chứng khoán thay thế. Các công ty bị sáp nhập sẽ chấm dứt hoạt động, công ty mới được thành lập và phát hành chứng khoán thay thế. Ngược lại, thu tóm (Acquisition), là hoạt động thông qua đó, các công ty tìm kiếm lợi thế kinh tế nhờ quy mô, hiệu quả và khả năng chiếm lĩnh thị trường. Khác với sáp nhập, các công ty thu tóm sẽ mua công ty mục tiêu, không có sự thay đổi về chứng khoán hoặc sự hợp nhất thành một công ty mới. Dưới góc độ pháp lý, công ty mục tiêu bị chấm dứt sự tồn tại và công ty mua sẽ “nuốt chửng” hoạt động kinh doanh của công ty mục tiêu và chứng khoán của công ty mua vẫn tiếp tục được giao dịch. Công ty mục tiêu sẽ chấm dứt hoạt động, chứng khoán của công ty thu tóm vẫn tiếp tục được giao dịch bình thường.

Ở Việt Nam khái niệm sáp nhập thường được hiểu giống như là thu tóm hay hợp nhất, điều này là khác biệt và chưa phù hợp với quốc tế. Trong khuôn khổ bài báo này, các tác giả cho rằng hoạt động M&A không chỉ đơn thuần là hoạt động giành quyền kiểm soát một doanh nghiệp, một bộ phận doanh nghiệp thông qua việc sở hữu một phần hoặc toàn bộ doanh nghiệp đó mà nó phải là sự chuyển giao về cục diện bộ máy quản trị, về quyền lực trong công ty sau M&A. Nó phải tạo nên sự thay đổi về chất của công ty mới. Muốn vậy, M&A phải mang lại các giá trị quan trọng như nhân lực, công nghệ, quản lý và tầm nhìn chiến lược phát triển của công ty sau M&A. Đây cũng làm tiền đề cho việc lựa chọn các thương vụ M&A điển hình để nghiên cứu trong bài báo này.

## 2. M&A thông qua chào mua công khai trên sàn chứng khoán

Thông tư 194/2009/TT-BTC ngày 2/10/2009 của Bộ Tài chính cụ thể hóa các nguyên tắc, thủ tục trong trường hợp chào mua công khai cổ phiếu của công ty đại chúng và chứng chỉ quỹ của quỹ đầu tư chứng khoán đại chúng dạng

đóng<sup>2</sup>. Chào mua công khai cổ phiếu của công ty đại chúng (CTĐC) là một trong những công cụ thường được các nhà đầu tư khi muốn tăng số lượng cổ phiếu nắm giữ hoặc thu tóm công ty áp dụng để đưa ra những điều kiện chào mua hấp dẫn cho các nhà đầu tư khác. Điều kiện càng hấp dẫn thì mục đích của các nhà đầu tư sẽ càng dễ dàng đạt được. Việc chào mua công khai cũng cần phải nằm trong một khuôn khổ pháp luật nhất định.

### a) Khái niệm chào mua công khai

Chào mua công khai được Thông tư 194 định nghĩa là thủ tục đăng ký, thông báo công khai ý định mua, thực hiện mua và các thủ tục khác liên quan đến việc mua một phần hoặc toàn bộ cổ phần có quyền biểu quyết của một CTĐC theo quy định tại Điều 32 Luật Chứng khoán và chào mua công khai chứng chỉ quỹ của một quỹ đầu tư chứng khoán (QĐTCK) dạng đóng cũng được hiểu tương tự.

Bên chào mua công khai, có thể đang là cổ đông hoặc nằm ngoài công ty bị chào mua, phải:

- Áp dụng các điều kiện chào mua công khai với tất cả cổ đông của công ty bị chào mua;
- Mua cổ phiếu từ bất kỳ cổ đông nào theo điều kiện đã công bố;
- Chấp hành đúng thời hạn chào mua công khai.

Như vậy, chào mua công khai phân biệt với việc đề nghị mua bình thường, trong trường hợp đề nghị mua bình thường thì:

- Người mua có thể cùng lúc gửi đề nghị mua với điều kiện và mức giá khác nhau đến những đối tượng khác nhau, chẳng hạn bên mua gửi đề nghị mua với giá 200.000đ một cổ phần tới cổ đông hay nhóm cổ đông đang chiếm 51% cổ phần, chào giá 80.000đ/cổ phần với cổ đông đang chiếm 5% cổ phần;
- Người mua có thể từ chối mua cổ phần của những người khác;

<sup>2</sup> Bộ Tài chính (2009).

- Người mua có thể rút lại đề nghị mua hoặc thay đổi điều kiện nếu như đề nghị chưa được bên kia chấp nhận.

Việc bán cả gói cổ phiếu cho phép kiểm soát hoặc chi phối hoạt động công ty bao giờ cũng được giá cao hơn là bán một vài cổ phiếu riêng lẻ. Bên mua sẵn sàng trả giá cao đối với cổ đông hay một nhóm cổ đông đang chiếm đa số và không mua hoặc chỉ trả bằng giá niêm yết đối với một cổ đông nhỏ khác. Chính điều này dẫn đến sự đối xử không công bằng, thiệt cho cổ đông thiểu số và cổ đông nhỏ nếu như việc mua và bán được thực hiện theo phương thức bình thường.

#### b) Các trường hợp chào mua công khai bắt buộc

Thông tư 194 đã chi tiết hóa các trường hợp chào mua công khai bắt buộc như sau:

- Chào mua cổ phiếu có quyền biểu quyết dẫn đến việc sở hữu từ 25% trở lên số cổ phiếu đang lưu hành của một CTĐC: Tổ chức, cá nhân và người có liên quan chưa hoặc đang nắm giữ dưới 25% cổ phần của CTĐC hoặc chứng chỉ quỹ đóng mà có ý định mua dẫn đến sở hữu từ 25% trở lên số cổ phiếu có quyền biểu quyết hoặc số chứng chỉ quỹ đóng. Tổ chức, cá nhân và người có liên quan đã nắm giữ từ 25% trở lên tổng số cổ phiếu có quyền biểu quyết hoặc chứng chỉ quỹ đóng mà có ý định mua tiếp dẫn đến việc sở hữu đạt tới mức 51%, 65% và 75%.

- Chào mua mà đối tượng được chào mua bị bắt buộc phải bán cổ phiếu mà họ sở hữu: CTĐC mua lại cổ phiếu của chính mình nhằm mục đích giảm vốn điều lệ theo phương án được đại hội đồng cổ đông thông qua; Trường hợp chào mua theo quyết định của tòa án có thẩm quyền.

Các trường hợp không phải thực hiện thủ tục chào mua công khai bao gồm:

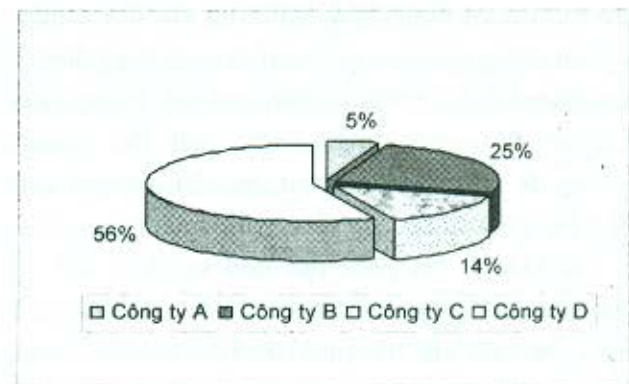
- Mua cổ phiếu mới, chứng chỉ quỹ mới phát hành dẫn đến việc sở hữu từ 25% trở lên số cổ phần có quyền biểu quyết, số chứng chỉ theo phương án phân phối đã được đại hội đồng cổ đông CTĐC, ban đại diện QĐTK thông qua. Cổ đông của CTĐC hoặc nhà đầu tư của QĐTK chuyển nhượng cổ phần hoặc chứng chỉ quỹ cho một tổ chức hoặc cá nhân khác làm thay đổi tỷ lệ sở hữu vượt quá 25% phải được đại hội đồng cổ đông CTĐC hoặc đại hội nhà đầu tư QĐTK chấp thuận.

- Chuyển nhượng cổ phần giữa các công ty trong cùng tập đoàn, tổng công ty theo mô hình công ty mẹ, công ty con.

#### c) Giả thiết chào mua công khai

Trong nhiều trường hợp, việc chào mua công khai có thể do bên mua chủ động tiến hành mặc dù không bị bắt buộc. Ta xem xét tình huống Công ty đại chúng X có cổ đông là 3 công ty A, B, C và cổ đông công chúng khác.

#### Cổ đông Công ty X



*Trường hợp 1:* Công ty A (hiện chiếm 5%) muốn mua thêm 19% để chi phối việc kiểm soát công ty X. Cách tốt nhất với công ty A là công bố ý định mua và đưa ra mức giá hấp dẫn hướng tới cổ đông công chúng là những người vốn ít thiết tha với việc quản lý nên sẵn lòng bán lại khi có giá hời. Như vậy, mặc dù không bị bắt buộc phải chào mua công khai (dưới ngưỡng 25%), nhưng công ty A vẫn sử dụng phương thức này để đạt mục đích.

- *Trường hợp 2:* Sau vài năm, Công ty A muốn thôn tính Công ty X nên định mua tiếp 6% để trở thành cổ đông lớn nhất. Công ty C (chiếm 14%) không muốn X rơi vào tay A và cũng muốn tăng phần của mình. Nhân dịp A chào mua công khai, B cũng đưa ra lời chào mua 10% cổ phần với giá hấp dẫn hơn điều kiện mà A đang chào với hy vọng cổ đông công chúng thay vì bán cổ phần cho A sẽ bán cho mình. Như vậy, mặc dù Công ty C không bị bắt buộc phải chào mua công khai (dưới ngưỡng 25%), nhưng vẫn cần sử dụng phương thức này để phá kế hoạch của A và đạt mục đích của mình.

- *Trường hợp 3:* Công ty B (hiện chiếm 25%) muốn duy trì vị trí của mình đã sử dụng một phương thức khác đó là triệu tập Hội đồng quản trị và ra nghị quyết cho phép Công ty X mua lại 10% cổ phiếu của chính Công ty X (cổ phiếu quỹ). Công ty X đương nhiên sẽ sử dụng phương thức chào mua công khai để đưa ra đề nghị hấp dẫn hơn cả A và C, nhờ đó Công ty B không phải đầu tư thêm tiền mà vẫn phá được kế hoạch của A và C.

#### d) Rút lại đăng ký chào mua

Nhà đầu tư có thể rút lại đề nghị chào mua trong các trường hợp:

- Số lượng cổ phiếu hoặc chứng chỉ quỹ đăng ký bán không đạt tỷ lệ mà bên chào mua đã công bố trong Bản đăng ký chào mua công khai.

- CTĐC tăng hoặc giảm số lượng cổ phần có quyền biểu quyết thông qua tách, gộp cổ phiếu hoặc chuyển đổi cổ phần ưu đãi.

- CTĐC giảm vốn cổ phần.

- CTĐC phát hành chứng khoán bổ sung hoặc QĐTCK phát hành chứng chỉ quỹ để tăng vốn điều lệ quỹ.

- CTĐC bán toàn bộ hoặc một phần hoạt động kinh doanh hoặc tài sản.

- CTĐC hoặc quỹ mục tiêu bị giải thể.

#### e) Quyền của cổ đông được chào mua

Ngược lại với bên chào mua, cổ đông được chào mua có quyền tự do thay đổi ý định bán cho đến phút chót. Cổ đông đã đăng ký bán thậm chí đã đặt cọc cổ phiếu theo một đợt chào mua công khai “có quyền rút cổ phiếu vào bất cứ thời điểm nào trong thời gian chào mua”. Quy định này nhằm đảm bảo cổ đông được chào mua không bị ràng buộc và có thể bán cổ phiếu cho người chào mua với giá cao nhất.

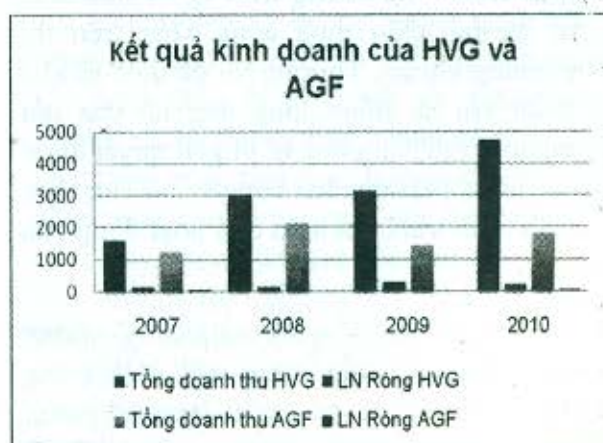
### 3. Phân tích 2 trường hợp chào mua công khai điển hình trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam

#### 3.1 Thương vụ Công ty cổ phần (CTCP) Thủy sản Hùng Vương (HVG) và CTCP Thủy sản An Giang (AGF)

##### Bối cảnh thương vụ

HVG được thành lập năm 2003 tại Tiền Giang và là nhà xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt Nam cả về chất lượng và số lượng với trên 40 khách hàng các nước thường xuyên quan hệ mua bán trong đó thị trường lớn nhất là EU, Ukraina, Ai Cập, một số nước Trung Đông, Úc, Nga, Mexico và các nước khác thuộc khu vực châu Mỹ...

##### Kết quả kinh doanh của HVG và AGF<sup>3</sup>



<sup>3</sup> Báo cáo tài chính HVG, AGF (2007, 2008, 2009, 2010)

AGF thành lập năm 1987 tại An Giang. Công ty có vị thế đặc biệt trong ngành thủy sản (sản xuất cá tra, cá basa), là đơn vị đầu tiên trong vùng Đồng bằng sông Cửu Long sản xuất, chế biến và xuất khẩu cá basa, cá tra fillet. Agifish là thành viên của Hiệp hội chế biến và xuất khẩu thủy sản Việt Nam (VASEP). Trên thị trường trong nước, sản phẩm Basa Agifish là "Hàng Việt Nam chất lượng cao" liên tục từ năm 2002 đến 2009<sup>4</sup>.

Tháng 05/2008, HVG bắt đầu chào mua cổ phiếu AGF. Tới cuối tháng 8/2008, HVG tuyên bố nắm giữ gần 2,45 triệu cổ phiếu tương đương với 19,03% vốn điều lệ và trở thành cổ đông lớn của AGF. Sau khi được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận, ngày 09/02/2010, HVG chính thức chào mua công khai cổ phiếu AGF trên sàn, khối lượng chào mua vào khoảng 3,75 triệu cổ phiếu tại mức giá 36.000 đồng/cổ phiếu nhằm nâng tỷ lệ sở hữu tại AGF lên 51%. Nhận được sự chấp thuận từ phía ban lãnh đạo AGF, ngày 20/03/2010, HVG tuyên bố chào mua thành công, theo đó HVG sẽ sở hữu tổng cộng 6,568 triệu cổ phần Agifish, tương đương 51,08% vốn điều lệ công ty, AGF sẽ trở thành công ty con của HVG.

#### *Phân tích thương vụ*

Đây là một trong những thương vụ tiêu biểu cho xu hướng chào mua công khai trên thị trường chứng khoán. Thương vụ đã diễn ra khá thân thiện với sự đồng lòng ủng hộ của hội đồng quản trị hai bên công ty vì giải quyết được các nhu cầu nội tại của hai công ty và làm tăng sức mạnh cạnh tranh và hiệu quả hoạt động của cả hai bên.

- *HVG đã sớm nắm bắt và hiểu rõ những khó khăn cũng như tiềm năng của AGF trong một thời gian dài và có chiến lược rõ ràng, chuẩn bị chu đáo cho thương vụ chào mua 2 doanh nghiệp lớn trong cùng ngành thủy sản tại Việt Nam hiện nay.*

AGF phát triển mạnh vào những năm 2004 - 2007 với kết quả kinh doanh và tốc độ tăng trưởng ấn tượng thu hút được đầu tư của nhiều quỹ đầu tư lớn. Năm 2004, công ty đạt lợi nhuận sau thuế 18 tỷ đồng trên vốn điều lệ 41,8 tỷ đồng; năm 2005 là 22,4 tỷ đồng/43,88 tỷ đồng; năm 2006 là 46,6 tỷ đồng/78,88 tỷ đồng; năm 2007 là 39,9 tỷ đồng/128,6 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu và trên vốn chủ sở hữu của AGF là niềm mơ ước của không ít doanh nghiệp, năm 2004 là 2,05 - 20,57%, năm 2005 là 2,84 - 21,97%<sup>5</sup>.

Năm 2008, các chỉ số tài chính của AGF bắt đầu xuống dốc. Kết thúc năm tài chính 2008, lợi nhuận sau thuế của công ty giảm mạnh, đạt 16,9 tỷ đồng và phải trích lập dự phòng giảm giá đầu tư tài chính gần 20 tỷ đồng. Theo báo cáo tài chính Quý IV/2009, lợi nhuận sau thuế năm 2008 của công ty là 14,4 tỷ đồng, thấp nhất trong nhiều năm qua. Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu và trên vốn chủ sở hữu giảm một cách đáng lo ngại, tương ứng năm 2008 là 0,84% - 2,72%; năm 2009 là 0,99% - 2,29%. Theo bảng cân đối kế toán đến 31/12/2009, lợi nhuận gộp từ bán hàng và cung cấp dịch vụ của AGF giảm mạnh từ 297 tỷ đồng năm 2008 xuống 106 tỷ đồng năm 2009, trong khi đó chi phí quản lý doanh nghiệp tăng vọt từ 19,8 tỷ đồng năm 2008 lên 35,5 tỷ đồng năm 2009. Theo đó, giá cổ phiếu AGF cũng lao dốc từ mức cao nhất 155.000 đ ngày 2/3/2007 xuống còn 22.000 đ cuối 2008<sup>6</sup>.

Từ năm 2008, AGF chịu ảnh hưởng bởi khủng hoảng kinh tế toàn cầu, và những yếu kém trong công tác quản trị và điều hành chiến lược. Quản trị doanh nghiệp không được đổi mới, không theo kịp với cuộc cạnh tranh khốc liệt trong lĩnh vực xuất khẩu thủy hải sản đã khiến AGF tụt hậu. Sau những đợt phát hành cổ phiếu tăng vốn và thu về số thặng dư vốn cổ phần tới 385,5 tỷ đồng, gấp ba lần vốn điều lệ,

<sup>5</sup> Báo cáo tài chính kiểm toán AGF (2004, 2005).

<sup>6</sup> HOSE (2008, 2009).

<sup>4</sup> VASEP (2010).

AGF đã thiếu định hướng chiến lược trong sử dụng các nguồn lực. Thay vì tập trung cho sản xuất kinh doanh cốt lõi, mở rộng thị trường xuất khẩu sang những quốc gia mới khi Mỹ tăng và duy trì mức thuế cao đánh vào cá da trơn từ Việt Nam, Agifish mở sang đầu tư tài chính và góp vốn vào những công ty liên doanh, liên kết.

- *HVG nhận diện được những cơ hội, những điểm tương đồng, chọn thời điểm và phương thức tiếp cận khôn ngoan với thời gian ngắn, chi phí thấp và đạt được mục đích.*

- Nhận thức được những cơ hội từ AGF, HVG đã sớm có kế hoạch chuẩn bị lâu dài trong 3 năm 2008 - 2010 cho thương vụ chào mua để sở hữu khoảng 51% vốn điều lệ của AGF. Những lợi thế đó là HVG nhận được hỗ trợ từ nguồn cung cấp nguyên liệu, nhà máy chế biến, thức ăn cho cá, kho đông lạnh. Agifish có nền tảng của một doanh nghiệp tốt, có cơ sở hạ tầng để đẩy mạnh doanh số xuất khẩu. Điểm yếu là cách quản trị doanh nghiệp của Agifish, dẫn đến hiệu quả làm ăn thấp. Mục tiêu chính của kế hoạch thấu tóm này không phải là ghế chủ tịch hội đồng quản trị, mà nhằm nâng cao năng lực sản xuất cũng như tối đa hóa hiệu quả đầu tư của hai doanh nghiệp. Do lợi thế về những điểm chung nhất định trong định hướng kinh doanh, hạ tầng, lao động, nguyên liệu, thị trường và khách hàng nên thương vụ này được cho là quyết định khôn ngoan và kịp thời phù hợp với xu thế, bối cảnh và yêu cầu thị trường trong tình hình mới. Năm Agifish, HVG sẽ phát triển vùng nguyên liệu để chế biến bằng nhà máy của Agifish và với thế mạnh sẵn có, Agifish có cơ hội để khai thác thế mạnh xuất khẩu sang Mỹ và châu Âu<sup>7</sup>.

- *HVG đã có chất lượng quản trị và chiến lược khôn ngoan, có tầm nhìn dài hạn, tái cấu trúc doanh nghiệp nhằm tối đa hóa nguồn lực, chủ động vươn ra thị trường và hợp tác phát triển.*

Các chỉ số tài chính của AGF vẫn ở dạng tiềm năng, chưa sử dụng hết nguồn lực hoặc sử dụng

chưa hiệu quả, trên phần lý luận đã chỉ ra các điểm hấp dẫn cơ bản của AGF là có lượng tiền dồi dào, cơ sở hạ tầng mạnh, thị trường rộng, thương hiệu mạnh và có chỗ đứng trên thị trường.

Việc hợp tác này không chỉ tối đa hóa nguồn lực của 2 bên công ty mà còn thúc đẩy hợp tác đầu tư nội khối của các doanh nghiệp Việt Nam trong việc chủ động tiếp cận với M&A như một kênh đầu tư hiệu quả và tái cấu trúc doanh nghiệp cũng như định hướng chiến lược vươn ra "biển lớn" của HVG nói riêng và ngành thủy sản nói chung.

Năm 2008 là năm HVG chuẩn bị lên sàn và nhất là năm khai phá thị trường Đông Âu với những hợp đồng lớn và dài hạn cung cấp cá cho quân đội Ucraina. HVG có kế hoạch lấn sang thị trường ba nước vùng Baltic, Ba Lan và chắc chắn không quên nước Nga. Thị trường Đông Âu chiếm 35% kim ngạch xuất khẩu của HVG và trở thành thị trường chủ lực của công ty.

Về phía ban quản trị AGF cũng đã ủng hộ thương vụ chào mua để tạo sự hợp nhất về thị phần trong phân phối thị trường, mang lại lợi ích cho cả hai và cho ngành cá Việt Nam.

- *Động thái thị trường chứng khoán, phản ứng của giới đầu tư và kết quả kinh doanh của HVG*

Sau thương vụ M&A, diễn biến giá cổ phiếu của cả hai công ty có xu hướng giảm cho thấy động thái khá dè dặt của các nhà đầu tư, trong bối cảnh diễn biến không tốt chung của thị trường và cả những băn khoăn về mức độ hiệu quả cũng như tầm ảnh hưởng của thương vụ chào mua công khai qua sàn đầu tiên tại Việt Nam này. Hơn nữa, giá chào mua mà HVG chỉ cao hơn giá thị trường 2.000 đồng do đó không có động lực cho các giao dịch lớn khiến cho giá cổ phiếu AGF giảm điểm trước tin chào mua của HVG. Hơn nữa, giá chào mua của HVG chỉ cao hơn giá thị trường 2.000 đồng, sẽ khó kích thích những cổ đông lớn bán ra cổ phiếu. Microsoft khi mua Yahoo phải trả giá cao hơn thị trường 85%.

<sup>7</sup> Dương Hồng Minh, Chủ tịch HVG (2010).

Diễn biến giá cổ phiếu của HVG (trái) và AGF (phải)<sup>8</sup>

Kết quả kinh doanh của HVG năm 2010 tăng mạnh về doanh thu với 4.752 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 246 tỷ đồng, ROE đạt 13,27%<sup>9</sup>.

*Một số kết luận rút ra từ thương vụ*

Quyết định chào mua công khai của HVG là một quyết định mang tính chiến lược, lời giải cho nhiều bài toán khó khăn của doanh nghiệp thời hậu suy thoái. Nếu biết tận dụng sức mạnh của nhau (với M&A là nhanh nhất) thì các doanh nghiệp Việt Nam sẽ ngày càng trưởng thành và vững vàng hơn trên thương trường.

Thương vụ để lại bài học về sự chủ động đón bắt cơ hội ngay trên “sân nhà”. Việc chào mua công khai thành công đã giúp HVG tiết kiệm thời gian và chi phí và vẫn đạt được mục đích hiệu quả, thương hiệu HVG và AGF ngay lập tức được giới đầu tư biết đến.

Về phương pháp tiếp cận, HVG cơ bản chia làm 2 chặng, chặng một là vào năm 2008 nắm giữ 19,03% và chặng hai là năm 2010 nâng tỷ lệ nắm giữ lên 29,16%. Đây là những thời điểm thị trường chứng khoán xuống đáy và các cổ phiếu trở nên rẻ hơn, việc này giúp tiết kiệm chi

phí chào mua cho HVG và giá chào mua cũng không cao hơn nhiều so với giá thị trường. Hơn nữa, nó được thực hiện trong một thời gian khá dài nên không gây quá nhiều tác động tiêu cực cho cả hai công ty.

Việc chào mua AGF của HVG thể hiện tầm nhìn của nhà lãnh đạo biết tận dụng cơ hội, tối đa hóa nguồn lực, mở rộng thị trường, tái cấu trúc doanh nghiệp và xây dựng định hướng chiến lược đầy tham vọng vươn xa của HVG. Điều này vô hình tạo sức mạnh cho HVG, giải quyết bài toán khó khăn về quản trị và kết quả kinh doanh của AGF và cũng tăng cường sức mạnh cho ngành thủy sản Việt Nam vươn ra thế giới. Việc độc quyền của thương vụ khó có thể xảy ra tại thời điểm hiện tại vì sau khi sáp nhập, kim ngạch xuất khẩu của liên minh này có thể chiếm khoảng 20% thị phần của thủy sản Việt Nam<sup>10</sup>.

**3.2. Thương vụ CTCP vàng, bạc, đá quý Phú Nhuận (PNJ) và CTCP nhiên liệu Sài Gòn (SFC)***Bối cảnh thương vụ*

PNJ tiền thân là Cửa hàng kinh doanh vàng bạc đá quý quận Phú Nhuận, được thành lập

<sup>8</sup> CafeF (2011).

<sup>9</sup> Báo cáo tài chính HVG (2010).

<sup>10</sup> VASEP (2010).

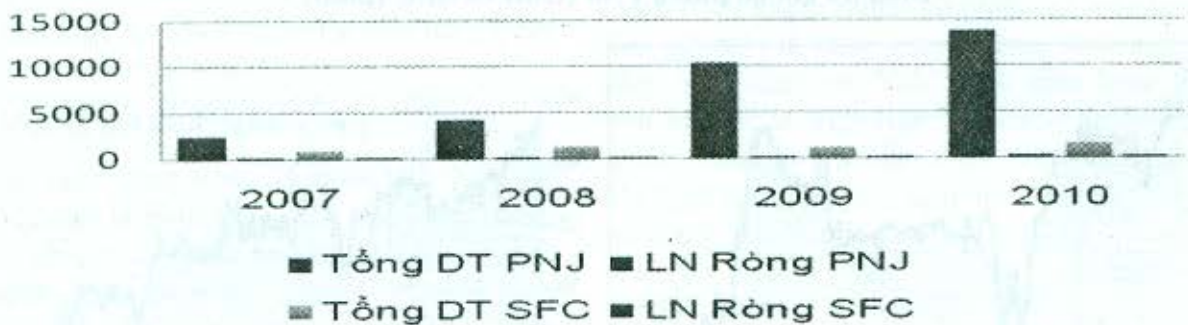
vào ngày 28/04/1988, trực thuộc UBND quận Phú Nhuận. Trải qua 20 năm hoạt động và phát triển, PNJ đã trở thành một trong những doanh nghiệp dẫn đầu của ngành sản xuất kinh doanh trang sức tại Việt Nam và một trong những doanh nghiệp lớn của khu vực. PNJ có quy mô lớn nhất trong ngành. Hiện nay, hệ thống phân phối của PNJ rộng khắp cả nước với 13 chi nhánh, 119 cửa hàng bán lẻ và hơn 3.000 đại lý. PNJ có hệ thống quản lý chất lượng vận hành tốt, chất lượng sản phẩm được đảm bảo ở mức cao, tạo sự tin tưởng cho người tiêu dùng. PNJ đang có chiến lược đẩy mạnh hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực địa ốc và phân phối năng lượng bên cạnh thế mạnh về kinh doanh vàng bạc, đá quý như Dự án Golden Square tại Đà Nẵng và Dự án khu dân cư Phú Thuận, Quận 7, Thành phố Hồ Chí Minh (TP. HCM).

Công ty Chất đốt TP. HCM được thành lập năm 1976 với chức năng nhiệm vụ chính là đảm bảo phân phối các mặt hàng chất đốt trên toàn địa bàn thành phố. SFC có chỗ đứng nhất định trên thị trường bán lẻ xăng dầu tại TP. HCM. Với 21 trạm xăng dầu và 41 điểm bán hàng, công ty chiếm thị phần khá nhỏ so với hơn 1.000 điểm bán tại TP. HCM. Với định hướng vươn lên trở thành một trong những công ty bán lẻ xăng dầu hàng đầu tại TP.HCM, năm 2010 - 2011 tiếp tục là năm duy trì và đẩy nhanh hơn nữa tốc độ phát triển, nâng cao vị thế và năng lực cạnh tranh, mở rộng thị phần của Công ty trong ngành xăng dầu, đồng thời vẫn tiếp tục thực hiện định hướng chiến lược 5 năm 2008 - 2012 là phần đầu đưa Công ty trở thành một tập đoàn đa ngành gồm: Kinh doanh xăng dầu, Chế biến và xuất khẩu sản phẩm gỗ, Kinh doanh bất động sản, dịch vụ.

Biểu đồ:

Kết quả kinh doanh

Đơn vị: Tỷ VND



**Kết quả kinh doanh PNJ và SFC<sup>11</sup>**

Ngày 26/3/2010, PNJ ra thông báo chào mua công khai 2,1 triệu cổ phiếu SFC (khoảng 26% cổ phiếu SFC đang lưu hành) với giá 48.000 đ/cổ phiếu có thời hạn chào mua là từ 1/4/2010 -10/5/2010. Trước khi chào mua, PNJ đã nắm giữ khoảng 23% cổ phiếu SFC và việc chào mua thành công sẽ nâng tỷ lệ sở hữu của PNJ lên 49%.

Tuy nhiên ngày 12/6/2010, sau khi kết thúc đợt chào mua, PNJ chỉ mua được 253.129 cổ

phiếu SFC (khoảng 3% cổ phiếu SFC đang lưu hành). Theo đó sau đợt chào mua, PNJ sở hữu 2,1 triệu Cổ phiếu SFC tức khoảng 26% cổ phiếu SFC<sup>12</sup>.

Đợt chào mua diễn ra công khai và được sự ủng hộ của hai bên công ty. Tuy nhiên, chỉ có duy nhất Công ty chứng khoán ngân hàng Đông Á đã chấp nhận bán cổ phiếu cho PNJ trong đợt chào mua này. Có thể nói, thương vụ chào mua công khai của PNJ đã không đạt được tỷ lệ như mong muốn ban đầu, và công ty vẫn chấp nhận mua dù không đạt tỷ lệ mục tiêu.

<sup>11</sup> Báo cáo tài chính PNJ và SFC (2007 - 2010).

<sup>12</sup> HOSE (2010).



*Phân tích thương vụ*

Việc PNJ không đạt được mục tiêu chào mua 26% được cho là do tình hình sản xuất kinh doanh của SFC đang có những bước tiến triển tốt. Vì vậy, không có lý do gì cho các cổ đông lớn của SFC bán ra cổ phiếu khi được chào mua. Hơn nữa, giá chào mua của PNJ là khá thấp so với giá thị trường, thậm chí sau khi chào mua, giá cổ phiếu SFC tăng lên đến 50.000 đ cao hơn 2.000 đ so với giá chào mua 48.000 đ.

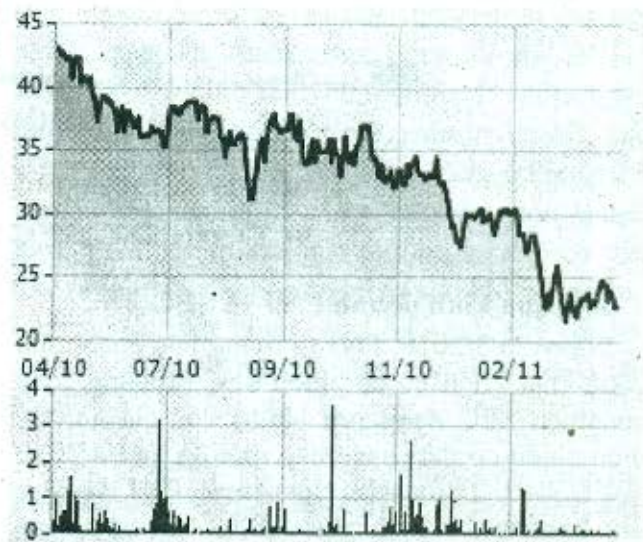
Tuy nhiên, PNJ vẫn chấp nhận chào mua thêm 3% để nâng mức sở hữu lên 26% vì việc chào mua được SFC ủng hộ. Sau khi chào mua, tính đến ngày 5/7/2010 tỷ lệ nắm giữ của PNJ tại SFC đã lên đến 39,47% trên vốn điều lệ (khoảng hơn 4 triệu cổ phiếu).

Việc PNJ đầu tư vào SFC thể hiện chiến lược M&A theo kiểu tập đoàn. PNJ nhắm đến đầu tư vào các dự án bất động sản và mở rộng hệ thống phân phối xăng dầu của SFC.

Không như hai công ty cùng ngành nghề (trường hợp 1 ở trên) hợp nhất để tăng thêm sức mạnh, thương vụ PNJ muốn nâng tỷ lệ cổ phần trong SFC lên 26% có sự khác biệt. PNJ chuyên kinh doanh vàng bạc, là cổ đông lớn của ngân hàng Đông Á, SFC là công ty kinh doanh xăng dầu và bất động sản. PNJ có nguồn lực tài chính; SFC hoạt động trong lĩnh vực cần vốn lớn. Sự kết hợp này mới nhìn không cùng ngành nghề, lại được nhiều cổ đông hai bên ủng hộ.

Vì vậy, SFC cho rằng việc có mặt của PNJ sẽ góp phần tích cực vào sự phát triển của SFC. Định hướng kinh doanh của PNJ sau khi chào mua phù hợp với mục tiêu phát triển của SFC trong dài hạn, như phát triển mở rộng hệ thống phân phối xăng, dầu, gas rộng khắp khu vực TP.HCM và các vùng phụ cận, tham gia vào lĩnh vực kinh doanh bất động sản.

**Biểu đồ giá cổ phiếu PNJ (trái) và SFC (phải)<sup>13</sup>**



*Nguồn: CafeF.vn.*

<sup>13</sup> CafeF, (2011).

*Một số kết luận rút ra từ thương vụ*

PNJ đã chọn lựa được công ty mục tiêu cho chiến lược phát triển đa ngành của mình. Với công ty mục tiêu SFC, PNJ có tham vọng phát triển sang lĩnh vực phân phối nhiên liệu và kinh doanh địa ốc, với các dự án bất động sản rất tiềm năng của SFC.

Dù không đạt được mục tiêu 26% của thương vụ để nâng lên 49% nhằm kiểm soát công ty, nhưng PNJ cũng đạt được những thành công đáng ghi nhận khi giữ vị trí lãnh đạo – Chủ tịch Hội đồng quản trị (HDQT) và cải cách đường lối phát triển, cải thiện hoạt động quản trị và định hướng chiến lược, thúc đẩy tình hình tài chính và kiểm soát hiệu quả.

Thông qua thương vụ, PNJ và SFC cũng nâng cao hình ảnh, tên tuổi trong giới đầu tư khi được nhìn nhận là thương vụ chào mua tiêu biểu cho xu hướng chào mua công khai trên sàn chứng khoán. Tính đến 5/7/2010, tỷ lệ nắm giữ của PNJ tại SFC đã lên đến 39,47% trên vốn điều lệ (khoảng hơn 4 triệu cổ phiếu) cho thấy, động thái thực sự của PNJ trong việc từng bước thâu tóm và kiểm soát SFC.

**4. Một số kết quả nghiên cứu**

Chào mua công khai và thâu tóm trên sàn chứng khoán là hình thức mới của M&A đang nổi lên như một xu thế trong một vài năm gần đây, nhất là khi các công ty niêm yết ngày càng nhiều và giá cổ phiếu có xu hướng giảm khiến chi phí thâu tóm giảm. Các hình thức này với hai mục đích làm thay đổi sở hữu và quyền quản trị vẫn tồn tại những ưu điểm và hạn chế nhất định cần được nhà quản trị doanh nghiệp và cơ quan quản lý nhà nước cải thiện nhằm tạo điều kiện tốt cho M&A và giảm thiểu rủi ro cho cả doanh nghiệp và cổ đông.

Qua việc nghiên cứu 2 trường hợp điển hình về chào mua công khai trên TTCK, các tác giả rút ra 3 kết luận chính:

*Thứ nhất*, M&A thông qua bằng chào mua công khai và thâu tóm trên sàn chứng khoán là hình thức mới nổi lên như một xu hướng trong

một vài năm gần đây cùng với sự phát triển của số lượng công ty niêm yết và thị trường chứng khoán.

*Thứ hai*, các doanh nghiệp cần tìm cách tận dụng cơ hội và ứng biến tốt với các thay đổi của thực tế thị trường và sự vận động của nền kinh tế. Một trong những giải pháp mang tính chiến lược là M&A nhằm đón đầu tăng trưởng, tạo giá trị cộng hưởng hoặc nắm bắt cơ hội nhanh. Tuy nhiên, việc quản trị quy trình M&A vẫn đang trong giai đoạn sơ khai, vì vậy các doanh nghiệp chưa có ý niệm sâu sắc, nâng tầm chiến lược mang tính chủ động trong việc chào mua, thâu tóm, hoặc chống thâu tóm. Các hành động tiếp cận M&A còn thiên về bảo vệ lợi ích trước tiên của HDQT mà chưa thật sự vì giá trị của công ty là lợi ích của cổ đông.

*Thứ ba*, quy trình M&A và cơ chế kiểm soát đối với các hoạt động thâu tóm còn nhiều khe hở, như cơ chế can thiệp vào quyết định của HDQT trong M&A, việc tuân thủ các quy định chào mua công khai, công bố thông tin chưa minh bạch khiến nhiều cổ phiếu có hiện tượng làm giá hơn là chào mua vì mục đích hợp tác phát triển thực sự. Việc chào mua hoặc thâu tóm thực tế ở Việt Nam hiện nay thường gây nhiều tranh cãi và mâu thuẫn về lợi ích trong khi kinh nghiệm quốc tế thường có các thương vụ mang tính hợp tác cao và tiếp cận có thái độ tích cực vì mục đích nâng cao hiệu quả hoạt động và giá trị của công ty.

**5. Bài học cho doanh nghiệp Việt Nam**

Thực tế cho thấy, M&A thông qua chào mua công khai và thâu tóm trên sàn chứng khoán là diễn biến mới trong các hình thái đầu tư. Do vậy, tại Việt Nam vẫn còn nhiều doanh nghiệp chưa ý thức hoặc có sự chủ động trong việc tiếp cận và xử lý các vụ việc liên quan đến chào mua công khai và thâu tóm qua sàn.

- *Tận dụng cơ hội và chủ động ứng phó với nguy cơ*. Trong môi trường kinh doanh hiện đại với nhiều những biến động, cơ hội trôi qua rất nhanh và các rủi ro cũng đến rất bất ngờ, vì vậy việc tận dụng cơ hội và hạn chế rủi ro một cách

hiệu quả là một trong những nhiệm vụ quan trọng của các CEO bên cạnh các công việc về kinh doanh đơn thuần.

- *M&A như là một giải pháp.* M&A có thể xem là một giải pháp khá hiệu quả cho các bài toán đón đầu tăng trưởng cơ học, tận dụng lợi thế của nhau nhằm gia tăng giá trị cho doanh nghiệp. Tất nhiên, M&A tự nó chỉ là chuyển đổi về sở hữu và quyền quản trị còn sự thành công sau khi sáp nhập còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố trong đó quản trị sau sáp nhập (về chuỗi cung ứng, thị trường, khách hàng, thương hiệu, sản phẩm, nhân lực, văn hóa...) sẽ ảnh hưởng lớn đến thành công của doanh nghiệp. Khi thị trường bão hòa, hoặc cạnh tranh gay gắt, thậm chí suy thoái luôn tạo ra những cơ hội cho sự hợp tác liên minh chiến lược và M&A. Khi có nhiều doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán, vấn đề về thông tin tài chính, sở hữu, kết quả kinh doanh sẽ được minh bạch, giao dịch cổ phiếu dễ dàng sẽ tạo điều kiện tốt cho M&A qua sàn chứng khoán thay vì các hình thức M&A khác như phát hành riêng lẻ, phát hành chứng khoán chuyển đổi, mua tài sản...

- *Xử lý xung đột về quyền lợi và cân bằng lợi ích.* Các quyết định chào mua công khai, thu tóm và chống thu tóm nhằm mục đích gia tăng giá trị cho doanh nghiệp và cổ đông, bảo vệ lợi ích của cổ đông. Tuy nhiên, nhìn vào thực tế các thương vụ chào mua công khai và thu tóm qua sàn chứng khoán có thể thấy, trong nhiều trường hợp thu tóm và chống thu tóm đôi khi là các quyết định mang ý chí cá nhân của ban quản trị (BQT) nhằm làm lợi cho họ, qua đó tạo biến động mạnh trong giá cổ phiếu hoặc đánh bóng tên tuổi của doanh nghiệp thay vì các chiến lược và lợi ích lâu dài. Bản thân việc BQT chống cự tới cùng việc một công ty khác có ý định thu tóm chưa chắc đã có lợi cho sự phát triển của doanh nghiệp, bởi sự thanh lọc bằng một BQT có năng lực điều hành tốt hơn là điều tích cực và tốt cho sự phát triển của doanh nghiệp.

- *Xây dựng quy trình M&A.* Các bài toán M&A luôn tiềm ẩn những rủi ro do quy trình

M&A chưa chặt chẽ. Không chỉ các doanh nghiệp đi thu tóm mà bất cứ doanh nghiệp tiềm năng nào cũng có nguy cơ bị thu tóm, vì vậy việc xây dựng một quy trình tác nghiệp khoa học cho M&A nói chung và M&A bằng chào mua công khai và thu tóm qua sàn chứng khoán nói riêng sẽ là chỉ dẫn cần thiết cho các CEO trong việc tiếp cận M&A.

- *Nâng tầm M&A chiến lược.* M&A không phải là giải pháp cho các vấn đề tình thế mang tính ngắn hạn mà là cả một sự nỗ lực xây dựng mang tính chiến lược lâu dài của doanh nghiệp, đặc biệt là khi tỷ lệ giao dịch và giá trị của thương vụ lớn. Tại Việt Nam hiện nay, chứng kiến những doanh nghiệp với tham vọng vươn xa ra thị trường trong nước và quốc tế đã rất thành công nhờ chiến lược M&A như Viettel, HAG, BIDV, Vinamilk...

## 6. Một số khuyến nghị đối với nhà làm luật

Với sự ra đời của Thông tư 194 của Bộ Tài chính là văn bản khá chi tiết quy định về hoạt động chào mua công khai bên cạnh các quy định khác trong luật chứng khoán. Tuy nhiên, vẫn còn những điểm mà Luật cần điều chỉnh rõ ràng hơn như việc tạo cơ chế cho nhóm cổ đông nhỏ có thể đảm bảo lợi ích và tham gia vào các quyết định M&A lớn của doanh nghiệp. Thực tế cho thấy, cách xử lý trong trường hợp doanh nghiệp Dược Hà Tây chưa hẳn đã vì quyền lợi của cổ đông Dược Hà Tây và hành động của BQT Dược Viễn Đông được coi như hành động làm giá chứng khoán khiến giá Dược Viễn Đông lao dốc mạnh gây thiệt hại lớn cho cổ đông. Luật cần xây dựng cơ chế bảo vệ lợi ích của cổ đông thiểu số.

Các cơ quan hoạch định chính sách cũng cần chú ý đến các tác dụng tiêu cực mà M&A có thể mang lại để có hướng điều chỉnh phù hợp, đảm bảo hài hòa quyền lợi các bên trong và sau M&A. Nhiều thương vụ M&A có quy mô lớn có thể làm thay đổi cục diện cạnh tranh của ngành, qua đó có thể gây nên tình trạng độc quyền gây tổn hại đến lợi ích của người tiêu dùng hoặc sự phát triển của ngành. Ngoài ra, lợi ích của khách hàng, nhà cung cấp, các khoản nợ... cũng cần được đảm bảo sau M&A♦

## Tài liệu tham khảo:

1. Andrew J. Sherman – Milledge A. Hart (2009): *Mua lại và sáp nhập doanh nghiệp từ A đến Z*, NXB. Tri Thức.
2. Avalue & Báo Đầu tư (2009): *Báo cáo M&A 2009 & triển vọng 2010*, Báo cáo tại Hội thảo M&A Việt Nam 2010.
3. Bộ Tài chính (2009): *Thông tư 194/2009/TT-BTC: Hướng dẫn chào mua công khai cổ phiếu của công ty đại chúng, chứng chỉ quỹ của quỹ đầu tư chứng khoán đại chúng dạng đóng*, 2/10.
4. Denzil Rankine – Peter Howson (2007): *Mua bán doanh nghiệp – những bước đường thành công*, NXB. Công an Nhân dân.
5. Huỳnh Thị Cẩm Hà (2008): *Tìm hiểu dưới góc độ tài chính quy trình mua bán – sáp nhập doanh nghiệp*, Luận văn thạc sĩ, Đại học kinh tế TP.HCM.
6. Mạc Quang Huy (2010): *Cẩm nang ngân hàng đầu tư*, NXB. Thống kê.
7. Manetwork (2009): *Cẩm nang mua bán – sáp nhập doanh nghiệp tại Việt Nam*, sách tham khảo, M&A Network.
8. Phạm Mạnh Dũng (2009): *Tổng quan hoạt động M&A tại Việt Nam và một số quan điểm trong quản lý nhà nước về M&A*, Tham luận Hội thảo M&A Việt Nam.
9. Vũ Bá Phú (2010): *Khuôn khổ pháp lý cho hoạt động M&A tại Việt Nam*.
10. Andy Ho (2010): *Mergers and Acquisitions – The Investment Market in Vietnam*, VinaCapital Group.
11. Charles W.L. Hill (2005): *International Business-Competing in the Global Marketplace*, 5<sup>th</sup> Edition, McGraw Hill, Irwin.
12. Christopher Kummer (2010): *M&A strategy for Vietnam Corporations: An Advanced Introduction to Reaping the Benefits of Mergers & Acquisitions*, IMAA.
13. Robert K. Yin (2003): *Case Study Research – Design and Method*, 3<sup>rd</sup> Edition.
14. Tran Anh Duc (2009): *Acquisitions in Vietnam – Legal Issue Discussion*.
15. Vuong Quan Hoang, Tran Tri Dung & Nguyen Thi Chau Ha (1990 - 2009): *Mergers and Acquisitions in Vietnam's Emerging Market Economy*.