

MUA BÁN SÁP NHẬP DOANH NGHIỆP HẬU COVID-19: THỰC TRẠNG VÀ GIẢI PHÁP

● NGUYỄN TRUNG TRỰC

TÓM TẮT:

Sau đại dịch COVID-19, hầu hết các doanh nghiệp đều bị ảnh hưởng. Do đó, yêu cầu tái cấu trúc lại doanh nghiệp là một việc cần thiết. Tái cấu trúc lại doanh nghiệp có thể diễn ra dưới các hình thức như: mua bán, sáp nhập, hợp nhất,... Bài viết này tập trung phân tích lợi ích kinh tế để đưa ra những khuyến nghị đối với các nhà quản lý, nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (DN) hậu COVID-19.

Từ khóa: mua bán, sáp nhập, hợp nhất, doanh nghiệp.

1. Cơ sở lý thuyết

Theo Nguyễn Trung Trực, Giáo trình tài chính doanh nghiệp 3, năm 2014, Nhà xuất bản Kinh tế TP. Hồ Chí Minh, các hình thức tái cấu trúc doanh nghiệp (DN) gồm có: Mua bán, sáp nhập, hợp nhất DN,...

1.1. Các hình thức mua bán doanh nghiệp hợp pháp

Có các hình thức mua bán một doanh nghiệp hợp pháp chủ yếu, đó là: Sáp nhập hay hợp nhất; Mua cổ phiếu và mua tài sản của DN, cụ thể:

Sáp nhập: Một hoặc một số công ty (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.

Hợp nhất: Hai hoặc một số công ty (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), đồng thời chấm dứt tồn tại của các công ty bị hợp nhất.

Mua bán doanh nghiệp:

Một DN có thể được một DN hoặc một cá nhân hay một số cá nhân khác mua lại thông việc mua cổ phần.

Ngoài ra còn có các hình thức khác: Chia tách công ty, hoặc chuyển công ty trách nhiệm hữu hạn chuyển thành công ty cổ phần và ngược lại.

1.2. Phân loại

Chiều ngang: Việc mua lại, hợp nhất DN có thể diễn ra giữa các DN cùng ngành hàng để tăng quy mô, tăng thị phần, nâng cao khả năng cạnh tranh, như các DN sản xuất kinh doanh thủy sản, lương thực, xăng dầu, vận tải, sáp nhập giữa các ngân hàng thương mại,...

Chiều dọc: Việc mua lại, hợp nhất DN cũng có thể diễn ra giữa các DN ở trong các giai đoạn của quá trình sản xuất - kinh doanh như ngành Dệt may có: trồng bông, dệt vải, may mặc, bán buôn bán lẻ và xuất khẩu sản phẩm may mặc,...

Tập đoàn: Việc hợp nhất có thể diễn ra giữa các DN không có mối liên quan nhau, điển hình như Tập đoàn Hoàng Anh - Gia Lai vừa sản xuất - kinh doanh lâm sản, mía đường, bất động sản,...

2. Lợi ích của việc mua bán, sáp nhập và hợp nhất

2.1. Tăng doanh thu

Sau mua bán, sáp nhập và hợp nhất sẽ làm tăng quy mô của DN và tăng thị phần trên thị trường, do đó sẽ tăng doanh thu, giảm chi phí, làm tăng hiệu quả hoạt động của DN. Việc mua bán sáp nhập và hợp nhất vì mục đích tăng hiệu quả trong hoạt động kinh doanh, không vì mục đích trốn thuế.

2.2. Lợi ích về thuế

Việc sáp nhập này chỉ thực hiện theo quyết định hành chính, không thông qua mua bán DN sẽ không phải nộp thuế. Ví dụ như sáp nhập các công ty xăng dầu hoặc vật tư ở các tỉnh, trước đây về trực thuộc Tổng công ty Xăng dầu Việt Nam được thành lập theo Nghị định số 09/BTN ngày 12/01/1956 của Bộ Thương nghiệp và được thành lập lại theo Quyết định số 224/TTg ngày 17/04/1995 của Thủ tướng Chính phủ.

Ngày 31/05/2011, Tổng công ty Xăng dầu Việt Nam được nâng cấp thành Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam theo Quyết định số 828/QĐ-TTg ngày 31/5/2011 của Thủ tướng Chính phủ. Ngày 08/2/2012, Bộ Giao thông Vận tải Việt Nam đã ra Quyết định số 238/QĐ-BGTVT hợp nhất ba tổng công ty Cảng hàng không Miền Bắc, Miền Trung và Miền Nam thành Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam... Ngược lại, trường hợp sáp nhập thông qua mua bán, DN phải nộp thuế theo quy định.

2.3. Sử dụng tài sản hiệu quả hơn, giảm giá thành, tăng lợi nhuận

Tổng giá trị của DN mới sẽ lớn hơn giá trị của từng DN riêng rẽ trước khi mua bán, sáp nhập, hợp nhất. Do DN mới tăng quy mô, sử dụng tài sản hiệu quả hơn, tiết kiệm vốn hơn, giảm giá thành một đơn

vị sản phẩm và chiếm thị phần lớn hơn, giảm áp lực cạnh tranh làm giảm giá bán,... Do đó, sẽ làm tăng lợi nhuận, tăng thu nhập của một cổ phiếu (EPS) và có tác động làm tăng giá một cổ phiếu của DN trên thị trường.

Việc thành lập Tập đoàn Dệt may Việt Nam, theo Quyết định số 320/QĐ-TTg, ngày 08/02/2013 của Thủ tướng Chính phủ, tạo điều kiện gắn kết từ khâu sản xuất, nhập khẩu nguyên phụ liệu, đến dệt, may và tiêu thụ, xuất khẩu sản phẩm may mặc giúp sử dụng tài sản, bao gồm tài sản cố định và vốn lưu động, hợp lý hơn, tiết kiệm hơn và tăng được qui mô sẽ có tác động làm giảm giá thành một sản phẩm, tăng thị phần, tăng giá bán,... làm tăng lợi nhuận cho tập đoàn, tăng giá trị DN.

Sau khi sáp nhập, DN sẽ giảm được chi phí gián tiếp: Giảm văn phòng làm việc, giảm nhân sự quản lý ở các phòng ban, phương tiện làm việc, giảm hàng hóa dự trữ ở các khâu sản xuất, bán buôn, bán lẻ. Mạng lưới bán buôn bán lẻ sẽ bố trí hợp lý hơn, tránh trùng lặp. Phối hợp giữa các khâu sản xuất, bán buôn, bán lẻ liên hoàn, hiệu quả hơn. Đầu tư nghiên cứu sản phẩm mới, chất lượng sản phẩm tập trung hơn, hiệu quả hơn đi đôi với việc tăng thị phần, tăng giá bán,... Do đó, làm tăng lợi nhuận, tăng EPS và tăng giá trị DN.

Ví dụ: Giả sử hai DN A và B là đối thủ cạnh tranh với nhau trên cùng một thị trường. Cả hai DN đều hoạt động với vốn 100% vốn chủ sở hữu và có dòng tiền sau thuế là 20 tỷ đồng là dòng tiền đều vĩnh viễn. Chi phí sử dụng vốn của cả 2 DN là 10% và cùng mức rủi ro. DN A dự định mua DN B với kỳ vọng dòng tiền sau thuế, sau khi mua hàng năm là 50 tỷ đồng. Tác giả sẽ tính toán để thấy DN A có nên mua DN B hay không và xác định giá trị DN B* đối với DN A là bao nhiêu, giá trị gia tăng ΔV sau khi mua bán bao nhiêu.

Theo đó, dòng tiền sau thuế tăng thêm ΔCF được xác định:

$$\Delta CF = CF_{AB} - (CF_A + CF_B)$$

Với:

ΔCF : Dòng tiền tăng lên của DN mới AB sau mua bán, sáp nhập

CF_A : Dòng tiền của DN A trước mua bán, sáp nhập

CF_B : Dòng tiền của DN B trước mua bán, sắp nhập

$$PV_n = \frac{CF}{r}$$

PV_n : Giá trị DN

CF : Dòng tiền của DN

r : Lãi suất thị trường

50 tỷ đồng - 40 tỷ đồng = 10 tỷ đồng

Giá trị của mỗi DN A và B trước khi mua

$$\frac{20 \text{ tỷ đồng}}{10\%} = 200 \text{ tỷ đồng}$$

Giá trị của DN AB trước khi mua

200 tỷ đồng * 2 = 400 tỷ đồng

Giá trị của DN AB sau khi mua

$$\frac{50 \text{ tỷ đồng}}{10\%} = 500 \text{ tỷ đồng}$$

Giá trị DN mới gia tăng ΔV , sau khi mua:

500 - 400 = 100 tỷ đồng

Giá trị DN B* đối với DN A

200 + 100 = 300 tỷ đồng

Như vậy, giá trị DN A sau khi mua DN B tăng lên 100 tỷ đồng, hay nói cách khác DN B có giá trị đối với DN A là 300 tỷ đồng.

3. Xác định giá trị doanh nghiệp trong mua bán sắp nhập, hợp nhất

Tài sản của DN được mua phải thể hiện trên báo cáo tài chính theo giá thị trường. Sau khi mua, DN mới sẽ có giá trị lớn hơn giá trị của hai DN cũ cộng lại, do đó DN sẽ có lợi thế hơn trong kinh doanh. Giá trị tăng thêm chính là lợi thế tăng thêm của DN được mua khi thuộc DN đi mua.

Giả sử DN A vay dài hạn để mua lại DN B là 30 tỷ đồng, trong đó tài sản cố định thuần của DN B được đánh giá lại là 22 tỷ đồng.

Thông tin trước khi mua lại như sau:

| DN A | | | |
|--------------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| Tài sản | Số tiền (tỷ đồng) | Nguồn vốn | Số tiền (tỷ đồng) |
| A. Vốn lưu động thuần | 10 | A. Vốn vay dài hạn | 0 |
| B. Tài sản cố định thuần | 40 | B. Vốn chủ sở hữu | 50 |
| Cộng | 50 | Cộng | 50 |

| DN B | | | |
|--------------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| Tài sản | Số tiền (tỷ đồng) | Nguồn vốn | Số tiền (tỷ đồng) |
| A. Vốn lưu động thuần | 5 | A. Vốn vay dài hạn | 0 |
| B. Tài sản cố định thuần | 20 | B. Vốn chủ sở hữu | 25 |
| Cộng | 25 | Cộng | 25 |

Trường hợp DN A sau khi mua lại DN B bằng vay nợ 30 tỷ đồng thì DN AB sau khi mua lại được xác định:

| Tài sản | Số tiền (tỷ đồng) | Nguồn vốn | Số tiền (tỷ đồng) |
|--------------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| A. Vốn lưu động thuần | 15 | A. Vốn vay dài hạn | 30 |
| Giá trị tăng thêm | 3 | | |
| B. Tài sản cố định thuần | 62 | B. Vốn chủ sở hữu | 50 |
| Cộng | 80 | Cộng | 80 |

Tài sản của DN AB là:

Vốn lưu động thuần: 10 + 5 = 15 tỷ đồng

Tài sản cố định thuần của DN AB sau khi mua lại DN B: 40 + 22 = 62 tỷ đồng.

Giá trị tăng thêm: 30 - 22 - 5 = 3 tỷ đồng.

Kết luận: Như vậy, giá trị của DN AB mới giá trị tăng lên 3 tỷ đồng.

Trường hợp DN A mua lại DN B bằng phát hành cổ phiếu, thì DN AB sau khi mua lại được xác định:

| Tài sản | Số tiền (tỷ đồng) | Nguồn vốn | Số tiền (tỷ đồng) |
|--------------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| A. Vốn lưu động thuần | 15 | A. Vốn vay dài hạn | 0 |
| B. Tài sản cố định thuần | 60 | B. Vốn chủ sở hữu | 75 |
| Cộng | 75 | Cộng | 75 |

Tài sản của DN AB là:

Vốn lưu động thuần: $10 + 5 = 15$ đồng

Tài sản cố định thuần của DN AB sau khi mua lại DN B: $40 + 20 = 60$ đồng.

Do DN A phát hành cổ phiếu mới để mua lại cổ phiếu của DN B nên giá trị mới tạo ra thuộc hoàn toàn DN mới AB, không thể hiện trong giá mua DN B.

Vốn chủ sở hữu của DN AB sau khi mua:

$$50 + 25 = 75 \text{ đồng.}$$

Như vậy, vốn chủ sở hữu của DN mới AB tăng lên 25 tỷ đồng.

4. Chi phí của việc mua bán, sáp nhập, hợp nhất doanh nghiệp

Chi phí của việc mua bán, sáp nhập, hợp nhất doanh nghiệp được xác định qua các công thức:

$$\Delta V = V_{AB} - (V_A + V_B) \quad (2.1)$$

$$V_{AB} = (V_A + V_B) + \Delta V \text{ (kiểm tra lại)} \quad (2.2)$$

Giá trị của DN B đối với DN A: $V^*_B = \Delta V + V_B$

NPV (Net present value - Hiện giá thuần) của việc mua bán, sáp nhập DN:

$$NPV = V^*_B - \text{Chi phí để mua, sáp nhập DN} \quad (2.3)$$

Giá trị của DN sau khi mua hay sáp nhập

$$V_{AB} = V_A + (V^*_B - \text{Chi phí để mua, sáp nhập DN})$$

$$V_{AB} = V_A + (V^*_B - \text{Chi phí để mua, sáp nhập DN}) \quad (2.4)$$

Trong đó:

V_A : Giá trị DN A, trước mua bán DN

V_B : Giá trị DN B, trước mua bán DN

V_{AB} : Giá trị DN AB là DN được hình thành, sau mua bán sáp nhập DN

ΔV : Giá trị tăng thêm của DN

Giá sử tại 2 DN A và B có tài liệu sau: Làm lại đơn vị: tỷ đồng hay nghìn đồng, viết đơn vị vào sau các con số tất cả chỗ bôi vàng, không để dấu phẩy.

| Đơn vị: 1.000 đồng | | |
|----------------------------|--------|-------|
| | DNA | DNB |
| 1. Giá một cổ phiếu | 25 | 12 |
| 2. Số lượng cổ phiếu | 1.000 | 500 |
| 3. Tổng giá trị thị trường | 25.000 | 6.000 |

Cả hai DN A và B đều sử dụng 100% vốn chủ sở hữu. Ban giám đốc DN B đồng ý bán DN B cho DN

A với giá 7.500 nghìn đồng. Thanh toán bằng tiền mặt hay cổ phiếu. Giá trị DN B theo đánh giá của DN A 8.000 nghìn đồng. Như vậy, DN A có nên mua DN B và nên trả bằng tiền mặt sẵn có, hay phát hành cổ phiếu để mua. Để trả lời câu hỏi trên, tác giả tính NPV của cả 2 phương thức này.

Trường hợp DN A sử dụng tiền mặt sẵn có để mua tất cả cổ phiếu của DN B thì

$$\begin{aligned} NPV &= V^*_B - \text{Chi phí để mua, sáp nhập DN} \\ &= 8.000 \text{ nghìn đồng} - 7.500 \text{ nghìn đồng} \\ &= 500 \text{ nghìn đồng.} \end{aligned}$$

Như vậy, sau mua bán, giá trị DN mới AB tăng giá trị ròng là 500 nghìn đồng.

Trường hợp DN AB sau khi mua DN B sẽ có 1.000 cổ phiếu đang lưu trên thị trường:

Giá trị DN AB sau khi mua DN B được xác định:
 $V_{AB} = V_A + (V^*_B - \text{Chi phí để mua, sáp nhập DN}) = 25.000 + (8.000 - 7.500) = 25.500$

Giá 1 cổ phiếu của DN AB sau khi mua:

$$\frac{25.500}{1.000} = 25,5$$

Giá trị tăng thêm của một cổ phiếu của DN AB sau khi mua DN là $25,5 - 25 = 0,50$

Như vậy, sau mua bán giá một cổ phiếu của DN mới AB tăng lên 0,50 nghìn đồng 1 cổ phiếu.

Trường hợp mua bằng cách phát hành cổ phiếu, DN đi mua sẽ trả cho cổ đông của DN được mua bằng cổ phiếu, với giá bằng với giá thị trường cổ phiếu của DN đi mua. Giá trị DN được mua tính trên cơ sở thỏa thuận của 2 bên.

Khi đó $V_{AB} = 25.000 + 6.000 + 2.000 = 33.000$

Số cổ phiếu DN A phải trả cho DN B:

$$\frac{7.500}{25} = 300$$

Số lượng cổ phiếu của DN AB sau khi mua:

$$1.000 + 300 = 1.300$$

Giá một cổ phiếu của DN AB sau khi mua:

$$\frac{33.000}{1.300} = 25,38 \text{ (a)}$$

Chi phí thực sự mà DN A trả cho DN B:

$$25,38 * 300 = 7.615,38$$

NPV của thương vụ này:

$$NPV = V^*_B - \text{Chi phí để mua, sáp nhập DN} \quad (2.6)$$

$$NPV = 8.000 - 7.615,38 = 384,62$$

Thu nhập 1 cổ phiếu của DN A tăng lên:

$$\frac{384,62}{1.000} = 0,38$$

Hay giá một cổ phiếu của DN A sau khi mua DN B: $25 + 0,38 = 25,38$ (b)

Kết quả tính toán (a) và (b) giống nhau. Như vậy, giá một cổ phiếu của DN mới AB sau mua bán bằng cách DN A phát hành cổ phiếu mới cùng tăng lên 0,38 nghìn/cổ phiếu.

Ví dụ khác: Công ty TNHH Bảo Sơn (BS) đang có kế hoạch sáp nhập vào Công ty TNHH Bảo Giang (BG). Công ty TNHH Bảo Giang sẽ trả cho các cổ đông Công ty TNHH Bảo Sơn bằng cổ phiếu của Công ty TNHH Bảo Giang, theo giá cổ phiếu hiện tại đang lưu hành trên thị trường. Thu nhập của Công ty TNHH Bảo Giang, sau khi sáp nhập là 180.000 nghìn đồng. Giá trị hiện tại của 2 Công ty sẽ là:

| Đơn vị: 1.000 đồng | | |
|----------------------|-----------|---------|
| | BG | BS |
| 1. EPS | 3 | 2 |
| 2. Giá | 30 | 18 |
| 3. P/E | 10 | 9 |
| 4. Số lượng cổ phiếu | 50.000 | 15.000 |
| 5. Tổng thu nhập | 150.000 | 30.000 |
| 6. Tổng giá trị | 1.500.000 | 270.000 |

Tác giả sẽ tính số lượng cổ phiếu thường đang lưu hành ngoài thị trường; EPS của Công ty TNHH Bảo Giang sau khi sáp nhập; giá trị của Công ty TNHH Bảo Giang sau khi sáp nhập; giá một cổ phiếu sau khi sáp nhập; Chỉ số P/E của Công ty TNHH Bảo Giang sau khi sáp nhập.

Theo đó:

a) Số lượng cổ phiếu của Công ty TNHH Bảo Giang sáp nhập là:

$$59.000,00 = 50.000 + \frac{270.000}{30}$$

b) EPS của Công ty TNHH Bảo Giang sau khi sáp nhập là:

$$\frac{150.000 + 30.000}{59.000} = 3,05$$

c) Giá trị của Công ty TNHH Bảo Giang sau khi sáp nhập là:

$$1.500.000 + 270.000 = 1.770.000$$

d) Giá một cổ phiếu sau khi sáp nhập là:

$$30 = \frac{1.770.000}{59.000}$$

e) Chỉ số P/E của Công ty TNHH Bảo Giang sau khi sáp nhập là:

$$9,82 = \frac{30}{3,05}$$

Như vậy, Công ty TNHH Bảo Giang sáp nhập thì EPS tăng từ 3 nghìn đồng/cổ phiếu lên 30,05 nghìn đồng/cổ phiếu, chỉ số P/E giảm từ 10 xuống còn 9,82 sẽ hấp dẫn nhà đầu tư.

Qua các trường hợp xem xét trên, có thể thấy sau khi mua bán sáp nhập, giá trị của DN, EPS đều tăng lên và chi phí cho việc mua bán đều thấp. Đây là cơ sở kinh tế quan trọng để các nhà quản lý quyết định có nên mua bán, sáp nhập, hay hợp nhất các DN nhằm tăng hoạt quả hoạt động của DN sau dịch COVID-19, góp phần phục hồi nền kinh tế Việt Nam.

5. Khuyến nghị

Các nhà quản lý nên căn cứ vào các tiêu chí sau để xem xét quyết định mua bán, sáp nhập, hợp nhất DN:

- Sau sáp nhập, mua bán, hợp nhất DN làm tăng doanh thu của DN mới, vì giảm được đối thủ cạnh tranh, tận dụng lợi thế.

- Việc sử dụng tài sản của DN mới phải tiết kiệm, giảm giá thành, tăng hiệu quả hơn các DN cũ.

- Giá trị của DN mới tăng hơn giá trị của các DN cũ cộng lại ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Nguyễn Trung Trực, (2014), *Giáo trình Tài chính doanh nghiệp 3*, Nhà xuất bản Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.

2. Eugene F. Brigham and Joel F. Houston. (2019). *Fundamentals of Financial Management*. Boston: Cengage Learning.
3. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield and Jeffrey Jaffe. (2022). *Fundamentals of Corporate Finance 13th edition*. New York: McGraw-Hill.
4. Jeff Madura. (2021). *International Financial Management*, 14th edition. New York: McGraw-Hill.
5. Laurent L. Jacque. (2020). *International Corporate Finance 2 nd*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Ngày nhận bài: 5/6/2022

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 3/7/2022

Ngày chấp nhận đăng bài: 13/7/2022

Thông tin tác giả:

TS. NGUYỄN TRUNG TRỰC

Khoa Tài chính kế toán, Trường Đại học Nguyễn Tất Thành

MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE POST-COVID-19 PERIOD: CURRENT SITUATION AND SOLUTIONS

● Ph.D **NGUYEN TRUNG TRUC**

Faculty of Finance - Accounting

Nguyen Tat Thanh University

ABSTRACT:

The COVID-19 pandemic has affected most businesses. As a result, it is necessary for many enterprises to restructure their businesses in the post-COVID-19 period. The business restructure can be taken place in many forms, including mergers and acquisitions, consolidation, etc. This paper analyzes economic benefits to make recommendations for managers in order to improve the operational efficiency of enterprises in the post-COVID-19 period.

Keywords: merger, acquisition, consolidation, enterprise.