

# Khả năng sinh lời của các công ty chứng khoán sau sáp nhập, hợp nhất tại Việt Nam

Nguyễn Hồng Hiệp  
Hà Thị Hồng Hạnh  
Lê Thị Linh Giang

Ngày nhận: 02/02/2018

Ngày nhận bản sửa: 10/04/2018

Ngày duyệt đăng: 23/04/2018

*Sự bùng nổ của thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam giai đoạn 2006-2009 đã khiến các công ty chứng khoán (CTCK) gia tăng nhanh chóng về số lượng. Ra đời ồ ạt trong khi khung pháp lý kiểm soát còn lỏng lẻo đã dẫn đến nhiều công ty đối mặt khó khăn chồng chất trong thời kỳ kinh tế suy thoái 2010-2012. Trước tình hình đó, việc sáp nhập, hợp nhất tự nguyện giữa các CTCK được coi là giải pháp hữu hiệu được các cơ quan quản lý nhà nước khuyến khích. Bài viết phân tích tình hình kinh doanh và khả năng sinh lời sau sáp nhập, hợp nhất của các CTCK Việt Nam (qua 4 thương vụ điển hình tính đến hết năm 2017), để cho thấy giải pháp sáp nhập, hợp nhất đã phần nào phát huy tác dụng tích cực.*

*Từ khóa: công ty chứng khoán, sáp nhập, hợp nhất, khả năng sinh lời.*

## 1. Giới thiệu

**TTCK** Việt Nam bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 07/2000 và đến năm 2011 đã có 105 CTCK được cấp phép thành lập và hoạt động. Trong đó có 28 công ty thuộc nhóm CTCK có vốn góp của các tổ chức tài chính, ngân hàng, bảo hiểm; 14 công ty có vốn góp của tập đoàn, tổng công ty Nhà nước; 20 công ty có vốn đầu tư nước ngoài; 43 công ty thuộc nhóm CTCK khác.

Bảng 1 cho thấy, so với quy mô nền kinh tế

cũng như quy mô TTCK, con số 105 CTCK của Việt Nam (năm 2011) là quá nhiều. Đa số các CTCK thời điểm đó còn tồn tại nhiều yếu kém và bất hợp lý, làm giảm hiệu quả hoạt động cũng như ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả đầu tư của TTCK. Những hạn chế chủ yếu xuất phát từ số lượng các CTCK không cân xứng với quy mô của thị trường, năng lực tài chính và quy mô hoạt động còn hạn hẹp, các chỉ số an toàn tài chính thấp, rủi ro hoạt động tăng mạnh và nguồn nhân lực còn yếu kém. Cùng với đó, nền kinh tế Việt Nam suy thoái trong những năm 2010, 2011 đã dẫn đến kết quả hoạt động của rất nhiều CTCK bị thua lỗ kéo dài. Theo

**Bảng 1. Số lượng CTCK tại Việt Nam và một số nước tính đến 12/2017**

Chỉ tiêu	Việt Nam	Thái Lan	Malaysia	Singapore
Số lượng CTCK & tương đương	79	39	32	26
Số lượng công ty niêm yết	727	751	806	707
Tổng vốn hóa <sup>1</sup> (tỷ USD)	145	545	370	680
GDP <sup>2</sup> (tỷ USD)	205	407	296	297

<sup>1</sup> Số liệu ước tính đến hết tháng 12/2017

<sup>2</sup> GDP danh nghĩa

*Nguồn: Website Ủy ban chứng khoán, Sở giao dịch chứng khoán các nước và Worldbank*

thống kê của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN), có đến 63 CTCK thua lỗ trong năm 2011 (chiếm gần 60%), trong đó nhiều công ty có lỗ lũy kế lớn, thậm chí dẫn đến âm vốn chủ sở hữu.

Trước thực trạng này, Bộ Tài chính và UBCKNN đã có những chỉ đạo về việc tái cấu trúc TTCK nhằm bảo đảm thị trường hoạt động lành mạnh, ổn định, vững chắc, được quản lý, giám sát chặt chẽ, trong đó có mục tiêu thu hẹp số lượng các CTCK. Ngoài việc cho một số CTCK quá yếu kém giải thể tự nguyện, cơ quan quản lý nhà nước cũng khuyến khích các công ty sử dụng một giải pháp khác là sáp nhập, hợp nhất nhằm hai mục đích: giảm số lượng các CTCK đang hoạt động và giúp các công ty tham gia hợp nhất xóa lỗ lũy kế.

Bài viết phân tích tình hình kinh doanh và khả năng sinh lời sau sáp nhập, hợp nhất của các CTCK Việt Nam (qua 4 thương vụ điển hình tính đến hết năm 2017), để cho thấy giải pháp sáp nhập, hợp nhất đã phần nào phát huy tác dụng tích cực.

## 2. Cơ sở lý thuyết

### 2.1. Khái niệm sáp nhập, hợp nhất công ty chứng khoán

Theo Mergers and Acquisitions (Romanek & Krus, 2002), *sáp nhập* là sự kết hợp của hai công ty mà sau đó chỉ một công ty còn tồn tại, còn công ty bị sáp nhập sẽ chấm dứt hoạt động. Khi sáp nhập, công ty nhận sáp nhập sẽ tiếp quản toàn bộ tài sản và nợ của công ty bị sáp nhập. Một vụ sáp nhập khác với một vụ *hợp nhất*, khi có hai hoặc nhiều công ty cùng kết

hợp để thiết lập một công ty mới. Tất cả các công ty tham gia hợp nhất đều chấm dứt hoạt động và chỉ còn lại công ty mới thành lập. Theo M&A from A to Z (Sherman, 2010), sáp nhập là sự kết hợp giữa hai hoặc nhiều công ty trong đó toàn bộ tài sản và nợ của công ty bán được chuyển giao cho công ty mua. Mặc dù công ty mua hay công ty nhận sáp nhập có thể trở nên khác biệt đáng kể sau khi sáp nhập, song nó vẫn giữ nguyên sự đồng nhất ban đầu. Mua lại được mô tả như việc mua lại nhà xưởng thiết bị, một bộ phận hoặc thậm chí toàn bộ công ty nào đó.

Theo Mergers and Acquisitions (Roberts, Wallace, & Moles, 2003), sáp nhập hay mua lại có thể được định nghĩa là sự kết hợp của hai hay nhiều công ty thành một công ty mới. Sự khác biệt giữa sáp nhập và mua lại là ở cách thức kết hợp giữa các công ty. Trong một vụ sáp nhập thường có một quy trình thỏa thuận phức tạp giữa hai công ty trước khi sự kết hợp xảy ra.

Tại Việt Nam, sáp nhập, hợp nhất được định nghĩa trong Luật Cạnh tranh 2004 và được quy định tại Luật doanh nghiệp 2014. Tiếp thu tinh thần của hai Luật trên, năm 2016, Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư 07/2016/TT-BTC sửa đổi Thông tư 210/2012/TT-BTC trước đó về thành lập và hoạt động của CTCK, trong đó Điều 1 quy định:

*“Hợp nhất là việc hai hoặc một số CTCK (sau đây gọi là CTCK bị hợp nhất) hợp nhất thành một CTCK mới (sau đây gọi là CTCK hợp nhất) đồng thời chấm dứt tồn tại của các CTCK bị hợp nhất.”*

*“Sáp nhập là việc một hoặc một số CTCK (sau đây gọi là CTCK bị sáp nhập) sáp nhập vào*

*một CTCK khác (sau đây gọi là CTCK nhận sáp nhập) bằng cách chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp sang CTCK nhận sáp nhập, đồng thời chấm dứt sự tồn tại của CTCK bị sáp nhập.”*

## **2.2. Các chỉ tiêu phân tích khả năng sinh lời của doanh nghiệp**

### *Phân tích khả năng sinh lời hoạt động*

Theo Kothari and Ball (1994), phân tích khả năng sinh lời hoạt động thực chất là so sánh lợi nhuận thu được từ hoạt động kinh doanh chính của doanh nghiệp với doanh thu thuần từ hoạt động này trong cùng một niên độ kế toán. Khi đánh giá khái quát khả năng sinh lời từ hoạt động, có thể sử dụng các chỉ tiêu sau đây:

Sức sinh lời từ lợi nhuận gộp = lợi nhuận gộp về bán hàng và CCDV/Doanh thu thuần

Sức sinh lời từ lợi nhuận gộp là kết quả so sánh giữa lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ với doanh thu thuần, lợi nhuận gộp là chênh lệch giữa giá bán và giá vốn, sức sinh lời từ lợi nhuận gộp biến động sẽ là nguyên nhân trực tiếp ảnh hưởng đến lợi nhuận. Chỉ tiêu này thể hiện khả năng trang trải chi phí, đặc biệt là chi phí bất biến để đạt được lợi nhuận. Nếu sức sinh lời từ lợi nhuận gộp giảm có nghĩa khả năng sinh lời kém và ngược lại.

Sức sinh lời từ lợi nhuận ròng = Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần

Sức sinh lời từ lợi nhuận ròng là kết quả so sánh giữa lợi nhuận sau thuế với doanh thu thuần. Chỉ tiêu này cho biết một đồng doanh thu thuần có khả năng tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế. Như vậy, khi trị số của chỉ tiêu càng lớn, sức sinh lời của doanh thu kinh doanh càng cao, hiệu quả kinh doanh càng cao và ngược lại.

### *Phân tích khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu*

Theo Kothari and Ball (1994), khả năng sinh lời vốn chủ sở hữu là biểu hiện rõ nét nhất cho khả năng sinh lời của doanh nghiệp, vì tất cả mọi hoạt động của doanh nghiệp đều nhằm mục đích nâng cao lợi nhuận và giá trị vốn chủ. Tuy nhiên, chỉ tiêu này cao không phải lúc nào cũng hứa hẹn thuận lợi cho doanh nghiệp; bởi vì, khi

tỷ trọng vốn chủ càng nhỏ trong tổng nguồn vốn đồng nghĩa với việc doanh nghiệp phải đi huy động nợ để tài trợ cho tài sản và các chi phí hoạt động của doanh nghiệp; khi nguồn nợ phải trả càng lớn trong tổng nguồn vốn thì mức độ mạo hiểm sẽ càng cao, nhất là luôn tiềm ẩn rủi ro về thanh toán và chi phí lãi vay. Do vậy, thông thường khả năng sinh lời vốn chủ sở hữu sẽ được xem xét trong tương quan với đòn bẩy tài chính.

Chỉ tiêu “sức sinh lời của vốn chủ sở hữu” (Return On Equity- ROE) là chỉ tiêu hết sức quan trọng để đánh giá hiệu quả sử dụng của vốn chủ, công thức tính như sau:

Sức sinh lời của vốn chủ sở hữu (ROE) = Lợi nhuận sau thuế/Vốn CSH bình quân

Chỉ tiêu này cho biết một đồng (hay một đơn vị) vốn chủ bình quân đầu tư vào kinh doanh mang về mấy đồng (hay mấy đơn vị) lợi nhuận sau thuế. Chỉ tiêu nếu tính ra càng lớn sẽ thể hiện khả năng sinh lời của vốn chủ càng cao, kéo theo hiệu quả kinh doanh càng cao và ngược lại.

## **3. Phân tích khả năng sinh lời của các công ty chứng khoán của Việt Nam sau sáp nhập, hợp nhất**

Tại Việt Nam, cho đến nay các thương vụ sáp nhập, hợp nhất CTCK thành công đều diễn ra giữa hai công ty mà ít nhất một trong hai công ty đang hoạt động yếu kém, thiếu hiệu quả và đang phải gánh một khoản lỗ lũy kế lớn. Việc hợp nhất với một công ty khác và thành lập lại công ty mới sẽ giúp công ty ban đầu vẫn tồn tại với tên cũ song với vốn điều lệ mới, quy mô mới và xóa hoàn toàn phần lỗ lũy kế để làm lại từ đầu. Tính đến cuối năm 2017 đã diễn ra năm thương vụ, bao gồm:

- Ngày 09/12/2013, CTCK MB và CTCK VIT hợp nhất thành CTCK MBS với vốn điều lệ mới của công ty sau hợp nhất là 621 tỷ đồng.

- Giữa tháng 9/2014, công ty cổ phần chứng khoán Quốc tế Việt Nam VISE và công ty cổ phần chứng khoán Đại Tây Dương OSC hợp nhất thành Công ty cổ phần chứng khoán Quốc tế Việt Nam- VISecurities.

- Ngày 23/11/2015, CTCK Hải Phòng và CTCK

Á Âu hợp nhất thành CTCP chứng khoán Hải Phòng- Haseco.

- Tháng 12/2015, CTCK An Thành và CTCK Phú Hưng hợp nhất thành CTCP chứng khoán Phú Hưng với vốn điều lệ của công ty mới là 347 tỷ đồng.

- Đầu năm 2017, Công ty Cổ phần Chứng khoán Nhật Bản (JSI) sáp nhập vào Công ty Cổ phần Chứng khoán đầu tư Việt Nam (IVS). Tuy nhiên thương vụ này quá mới và chưa thể có đủ dữ liệu hậu sáp nhập để đánh giá, xem xét tác động của việc hợp nhất đến khả năng sinh lời. Do thời gian các thương vụ diễn ra chưa lâu, các tác giả sẽ vận dụng các chỉ tiêu truyền thống trong việc đánh giá khả năng sinh lời hậu sáp nhập.

Nhìn chung trong cả bốn thương vụ hợp nhất CTCK đều đạt được các mục tiêu cơ bản trong cải thiện tình hình tài chính công ty và đáp ứng được chính sách tái cấu trúc TTCK của UBCKNN. Dù gặp nhiều khó khăn, thách thức, không thể phủ nhận những tác động tích cực mà sáp nhập, hợp nhất mang lại.

Tác động tích cực sau hợp nhất được thể hiện qua việc xoá được lỗ lũy kế, nhờ đó lợi nhuận sau thuế và vốn chủ sở hữu của các công ty đều tăng. Cụ thể, CTCK MBS sau khi hợp nhất năm 2013 đã xoá được khoản lỗ lũy kế lên tới gần 550 tỷ đồng, giúp cho vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp này tăng mạnh; CTCK Quốc tế Việt Nam VISE sau hợp nhất năm 2014, lợi nhuận công ty đã có dấu hiệu tăng trưởng dương nhờ xoá bỏ được khoản lỗ lũy kế 76 tỷ đồng, sau hai năm liên tiếp lỗ lớn thì đến năm 2014 VISE đã bắt đầu có lãi, số tiền lãi là 219 triệu đồng và có tốc độ tăng nhanh khoảng 17 lần đạt mức 3,6 tỷ đồng năm 2016; CTCK Hải Phòng (hợp nhất năm 2015) cũng đã xoá bỏ được khoản lỗ lũy kế lên đến 212 tỷ đồng; Vụ hợp nhất Phú Hưng- An Thành cũng giúp CTCK Phú Hưng xoá hơn 180 tỷ đồng lỗ lũy kế, chiếm đến trên 50% vốn điều lệ trước đó của công ty.

Bên cạnh đó, tác động tích cực sau sáp nhập, hợp nhất còn được thể hiện qua việc tăng doanh thu và cắt giảm chi phí, nhờ đó lợi nhuận sau thuế của các công ty đều có xu hướng tăng. Sau hợp nhất, các CTCK đều có những biến động

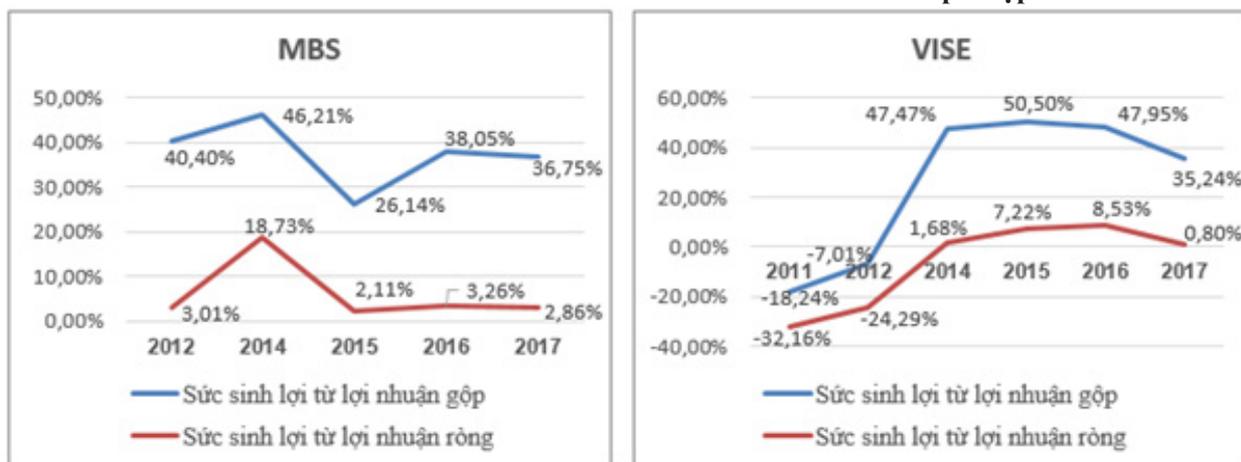
trong hệ thống nhân sự nội bộ và quản lý chi phí, tuy nhiên đối với mỗi công ty lại có những ảnh hưởng tích cực và tiêu cực khác nhau.

Đầu tiên là CTCK MBS đã cắt giảm được các danh mục đầu tư kém hiệu quả, cùng với đó là giảm được gần 67 tỷ đồng chi phí hoạt động kinh doanh và chi phí quản lý doanh nghiệp, góp phần tăng đáng kể lợi nhuận Công ty, chỉ trong vòng hai năm từ 2012 đến 2014, lợi nhuận sau thuế đã tăng vọt, từ xấp xỉ 11,9 tỷ đồng lên đến 72,7 tỷ đồng. Từ 2015 đến nay, CTCK MBS vẫn duy trì được tỉ lệ chi phí phù hợp nhờ việc cắt giảm chi phí quản lý doanh nghiệp. Tuy nhiên, năm 2017 chi phí tài chính của công ty tăng đột biến, cụ thể là chi phí lãi vay tăng từ khoảng 102 tỉ lên gần 190 tỉ đồng. Nguyên nhân do trong năm MBS đã nâng tỷ lệ đòn bẩy tài chính lên quá cao, nợ phải trả tăng gần 800 tỷ đồng so với năm 2016, chủ yếu do tăng vay ngắn hạn và nợ dài hạn trong khi vốn chủ lại giảm nhẹ. Chính vì vậy, dù lợi nhuận sau thuế của MBS vẫn tăng đáng kể so với 2016, song sức sinh lợi từ lợi nhuận ròng bị giảm so với năm trước.

Đối với CTCK VISE, sau khi sáp nhập năm 2014, VISE đi vào hoạt động đúng vào thời điểm khó khăn, thị trường liên tục tụt dốc cùng hàng loạt cú sốc từ giá dầu thế giới và việc áp dụng chính thức Thông tư 36/2014/TT-NHNN (siết hoạt động cho vay đầu tư chứng khoán của các ngân hàng) đã ảnh hưởng mạnh đến tâm lý nhà đầu tư, dẫn đến doanh thu của Công ty không đạt cao như kế hoạch nhưng vẫn vượt qua được giai đoạn khó khăn đó để tăng trưởng trở lại. Từ 2015 trở đi, Công ty đã đi vào hoạt động ổn định và phát triển, nổi bật là doanh thu tăng, đạt mức 38 tỷ đồng vào năm 2015, gấp 3 lần so với 2014, trong đó doanh thu từ môi giới là 14,709 tỷ đồng (chiếm 38%), doanh thu từ hoạt động tư vấn là 16,515 tỷ đồng (chiếm 43%). Riêng năm 2017, suất sinh lời giảm mạnh so với 2016 chủ yếu do doanh thu từ hoạt động tư vấn đầu tư giảm từ gần 20 tỉ đồng xuống 5 tỉ đồng, trong khi chi phí nghiệp vụ môi giới tăng từ 10,8 tỉ lên 14,2 tỉ đồng.

Với CTCK Hải Phòng Haseco, trước sáp nhập vẫn là công ty có tỉ suất sinh lời khá cao. Mặc dù ngay sau khi sáp nhập vào cuối năm 2015,

Hình 1. Sức sinh lời của MBS và VISE trước và sau sáp nhập

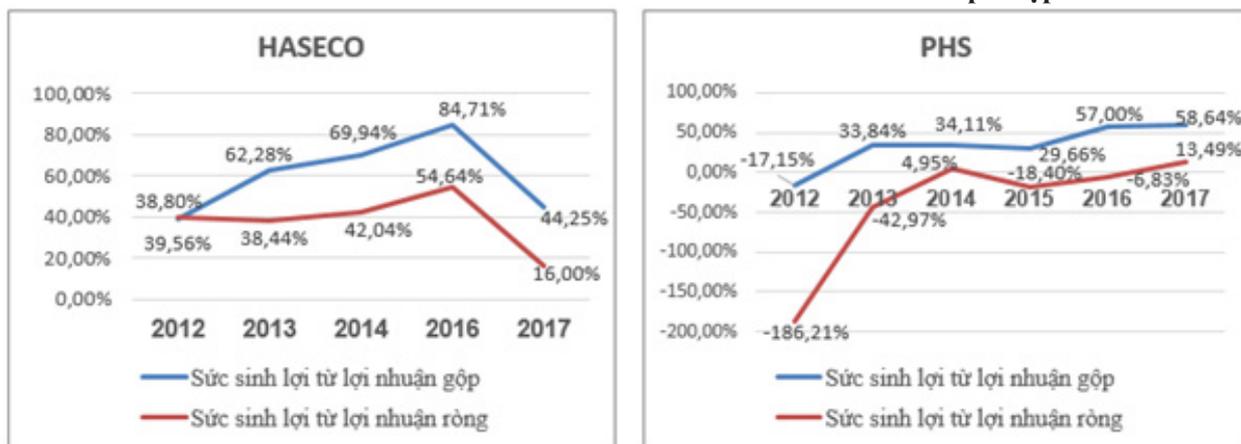


Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính thường niên các công ty

Công ty có sự xáo trộn nhất định về cơ cấu nhân sự và hoạt động quản trị, vấn đề này đã ảnh hưởng làm giảm doanh thu, ngược lại Công ty đã quản lý tốt chi phí, xoá được một số các khoản chi không cần thiết. Năm 2016 Công ty đã đạt mức tỉ suất sinh lời cao kỉ lục (84,7% với sức sinh lời lợi nhuận gộp và 54,64% sức sinh lời lợi nhuận ròng). Tuy nhiên năm 2017 sức sinh lời bị sụt giảm đáng kể, nguyên nhân do việc ghi nhận lỗ từ các tài sản tài chính. CTCK Phú Hưng PHS cũng đề ra được những chính sách tái cơ cấu Công ty nhằm sử dụng hiệu quả vốn của doanh nghiệp giúp doanh thu tăng trưởng. Trước khi thực hiện hợp nhất, cho đến năm 2014 CTCK Phú Hưng đã cải thiện được phần nào tình hình kinh doanh, cụ thể trong năm 2014 doanh thu đạt 76,5 tỷ đồng,

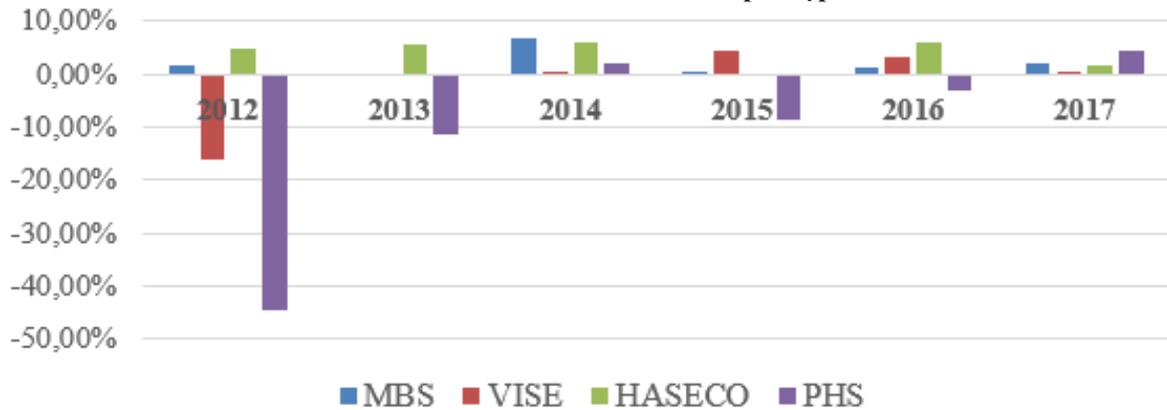
mức cao nhất từ trước đến nay; kết hợp với các biện pháp tiết kiệm chi phí, PHS đã đạt 3,79 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế mặc dù trước đó công ty liên tiếp bị lỗ. Đến năm 2015 mục tiêu chính của kế hoạch hợp nhất là giảm chi phí quản lý doanh nghiệp và tăng thị phần. Tuy nhiên có thể thấy trong thương vụ này CTCK Phú Hưng chưa thể cải thiện ngay sức sinh lời từ hoạt động kinh doanh vì bản thân CTCK Phú Hưng cũng đang gặp khó khăn với sự khắc nghiệt của thị trường. Thêm đó trong việc hợp nhất CTCK An Thành, vị thế của An Thành là quá nhỏ so với Phú Hưng nên chưa đủ tạo ra tín hiệu tốt trong tình hình tài chính và kinh doanh của công ty sau hợp nhất. Cho đến nay tình hình đã được cải thiện, CTCK Phú Hưng đã thực hiện được mục tiêu đặt ra khi hợp nhất: Trong năm

Hình 2. Sức sinh lời của HASECO và PHS trước và sau sáp nhập



Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính thường niên các công ty

**Hình 3. ROE các CTCK sau sáp nhập**



*Nguồn: Tổng hợp từ BCTC thường niên của các CTCK*

2016, lợi nhuận sau thuế tăng 52% so với 2015 do hoạt động sáp nhập PHS phát sinh chi phí từ giá trị còn lại của tài sản cố định lên đến 6,1 tỷ đồng. Ngoài ra doanh thu thuần tăng 29% so với năm 2015 nhờ việc mở rộng nguồn khách hàng đến từ CTCK An Thành. Đến năm 2017, hoạt động của Phú Hưng thực sự khởi sắc và dẫn đến kết quả vượt mong đợi với tỉ suất lợi nhuận ròng lên tới 13,5% từ mức âm của hai năm trước đó.

Chỉ số tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu (ROE) tại các CTCK cũng ghi nhận nhiều biến động. Sau quá trình hợp nhất vào năm 2013, chỉ số ROE năm 2014 của CTCK MBS đã tăng gấp 4 lần so với năm 2012. Có được mức tăng trưởng mạnh mẽ này là do lợi nhuận và vốn chủ sở hữu của công ty này đều tăng mạnh, thể hiện hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp tốt, là dấu hiệu tốt sau khi hợp nhất. Nhưng chỉ một năm sau đó, từ 2014- 2015, chỉ số ROE lại giảm tới 11 lần, một mức giảm sâu do lợi nhuận sau thuế giảm mạnh trong khi vốn chủ sở hữu thay đổi không đáng kể. Cụ thể, chỉ tiêu lợi nhuận trước thuế MBS giảm do giá trị giao dịch toàn thị trường giảm so với năm 2014, MBS chủ động trích lập dự phòng để đảm bảo an toàn trước những biến động thị trường và phù hợp với sự thay đổi theo quy định của pháp luật. Tuy nhiên, ngay sau giai đoạn này, mức tăng trưởng của chỉ số này đã quay trở lại trong năm 2016 và 2017 do lợi nhuận sau thuế tăng mạnh trong khi vốn chủ sở hữu không bị giảm đi thể hiện rằng cùng một đồng vốn chủ sở hữu đã tạo ra nhiều lợi nhuận hơn. Về CTCK Quốc tế Việt

Nam VISE, tại thời điểm sáp nhập năm 2014, vốn điều lệ của công ty mới chỉ có 60 tỷ đồng, giảm khá mạnh so với thời điểm trước sáp nhập (VISE: 200 tỷ đồng, OSC: 135 tỷ đồng). Tuy nhiên, lợi nhuận lại tăng khá do xóa bỏ được lỗ lũy kế trước đó nên ROE có xu hướng tăng. Ngoài ra năm 2016, tỷ lệ ROE giảm nhẹ do tốc độ tăng của vốn chủ lớn hơn tốc độ tăng của lợi nhuận nhưng tỷ lệ ROE giảm là không đáng kể nên đây vẫn là một dấu hiệu tốt sau khi thực hiện sáp nhập. Tuy nhiên, năm 2017 lợi nhuận sau thuế công ty bị sụt giảm mạnh trong khi vốn chủ bình quân ở mức cao hơn so với năm trước, dẫn đến ROE giảm rất mạnh xuống mức 0,2%.

Đối với hai CTCK mới thực hiện sáp nhập, hợp nhất là CTCK Hải Phòng và CTCK Phú Hưng tỉ lệ sinh lời trên vốn chủ có biến động ngược chiều nhau nhưng đều là dấu hiệu tích cực đối với hai công ty. Cụ thể, đối với HPC sau khi hợp nhất năm 2015, tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu giảm nhưng đây không phải là dấu hiệu xấu vì ROE giảm do cả lợi nhuận và vốn chủ đều tăng, trong đó vốn chủ tăng nhanh và cao hơn so với lợi nhuận của doanh nghiệp. Còn CTCK PHS, ngay sau khi hợp nhất thì vốn chủ sở hữu và lợi nhuận sau thuế đều tăng, trong đó vốn chủ tăng 85% vì công ty cắt giảm được khoản lợi nhuận sau thuế chưa phân phối (năm 2015 là âm 181,5 tỷ đồng trong đó năm 2016 chỉ có âm 8,9 tỷ đồng) dẫn đến ROE tăng trở lại. Từ đó cho thấy Công ty đã có những chính sách tái cơ cấu công ty nhằm sử dụng hiệu quả vốn của doanh nghiệp giúp cải thiện tình hình tài chính

của công ty.

#### 4. Kết luận

Qua những đánh giá, phân tích số liệu tiêu biểu của bốn thương vụ sáp nhập, hợp nhất CTCK trên, có thể thấy đối với toàn thị trường, việc hợp nhất giúp giảm số lượng các CTCK. Đối với bản thân các công ty, hoạt động sáp nhập, hợp nhất đang đóng một vai trò rất lớn trong việc cải thiện tình hình kinh doanh và khả năng sinh lời. Nhìn chung, các công ty đã dần bước ra khỏi quá trình làm quen với hoạt động này, đã trải qua khó khăn về tổ chức và kinh doanh trong thời gian đầu, khiến cho doanh thu đã dần và ngày càng cải thiện hơn. Bên cạnh đó,

sáp nhập, hợp nhất giúp cho các công ty mở rộng được thị phần kinh doanh, tái cấu trúc kinh doanh, cắt giảm nhân sự và những chi phí không cần thiết, gia tăng cơ cấu nguồn vốn, giúp cải thiện doanh thu cũng như lợi nhuận với tiềm năng sinh lời khả quan trong quá trình phát triển dài hạn. ■

#### Tài liệu tham khảo

1. Roberts, A., Wallace, W., & Moles, P. (2003). *Mergers and Acquisitions: Pearson Education*.
2. Romanek, B., & Krus, C. M. (2002). *Mergers and acquisitions: Capstone Pub*.
3. Sherman, A. J. (2010). *Mergers and Acquisitions from A to Z: AMACOM Div American Mgmt Assn*.
4. Thông tư 07/2016/TT-BTC.
5. Báo cáo tài chính thường niên và các quý công khai trên website của MBS, VIS, HPC, PHS.

#### Thông tin tác giả

**Nguyễn Hồng Hiệp**, Thạc sĩ  
Khoa Tài chính, Học viện Ngân hàng  
Email: hiepnh@hvnh.edu.vn

**Lê Thị Linh Giang**  
Sinh viên lớp Chất lượng cao K17-TC  
Email: lethilingiang0905@gmail.com

**Hà Thị Hồng Hạnh**  
Sinh viên lớp Chất lượng cao K17-TC  
Email: hahanh.1211@gmail.com

#### Summary

##### Post-merger profitability of securities firms in Vietnam

The boom of the Vietnam stock market from 2006 to 2009 led to an increasing number of securities firms. A lack of strict regulation while there were so many operating firms resulted in bad situation of them, especially when the stock bubble bursted in 2010. In response, the State Securities Commission had imposed many policies to restructure the worst securities firms, including mergers and acquisitions. Up to now, there were five successful transactions. Whether merger is a good option for the biggest losses suffered firms in terms of their profitability or not? This paper aims to evaluate the profitability of those post-merger securities firms.

Keywords: securities firms, mergers, acquisitions, combinations, profitability.

**Hiep Hong Nguyen**, M.Fin.  
Faculty of Finance, Banking Academy

**Giang Thi Linh Le**  
Student of K17-TC, Advanced Program, Banking Academy

**Hanh Thi Hong Ha**  
Student of K17-TC, Advanced Program, Banking Academy