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

LƯU MINH ĐỨC*

1. Giới thiệu

Thâu tóm và hợp nhất công ty (tạm dịch từ mergers and acquisitions - M&A) là những hoạt động kinh doanh và quản trị không xa lạ ở các nền kinh tế phát triển trên thế giới. Tại Việt Nam, cho đến nay, các phương tiện thông tin đại chúng và thậm chí cả một số văn bản pháp luật của Việt Nam thường sử dụng thuật ngữ "*sáp nhập và mua lại*" để chỉ khái niệm M&A. Tuy nhiên, khái niệm và các hoạt động thuộc M&A đa dạng hơn nhiều so với khái niệm "sáp nhập và mua lại" (xem chi tiết khái niệm, cách phân loại trong Phần 2).

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

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

Tại Việt Nam, năm 2006 cả thị trường chứng khoán niêm yết và thị trường phi tập trung đều "bùng nổ". Cơ hội thu hút vốn đầy tiềm năng từ thị trường chứng khoán cùng sự kiện Luật Doanh nghiệp và Luật Đầu tư 2005 được thực hiện từ tháng 7/2006 thực sự là một cú huých mạnh mẽ thúc đẩy tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước và nỗ lực mở rộng kinh doanh của khu vực tư nhân, tạo nguồn cung và cầu "hàng hóa - công ty" dồi dào cho các hoạt động tài chính, đầu tư. Trên một sân chơi phổ biến

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

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

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

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

Tuy nhiên, Việt Nam mới chỉ có chưa đầy 10 năm để làm quen với các khái niệm quản trị công ty theo các thông lệ quốc tế (từ sau năm 2000, thông qua việc thực thi Luật Doanh nghiệp 1999). Do đó, các khái niệm về góp vốn, chuyển nhượng phần vốn góp, mua bán, sáp nhập, chia tách, giải thể công ty, và các vấn đề kỹ thuật như chuyển nhượng cổ phần, thanh toán, xử lý quyền lợi cổ đông, thuế, nợ, thương hiệu, thực hiện quyền chủ sở hữu trong quản trị công ty nhìn tổng thể vẫn còn rất mới mẻ đối với các doanh nghiệp cổ phần hóa và tư nhân[4]. Nghiên cứu và giới thiệu các khái niệm và kinh nghiệm quốc tế về M&A đối với Việt Nam có ý nghĩa cấp thiết nhằm góp phần tăng cường khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp trong nước, thích ứng với những đổi thay nhanh chóng từ việc gia nhập Tổ chức Thương mại thế giới (WTO) đặt ra.

Ngoài Phần mở đầu và Phần kết luận, bài viết này được chia làm 8 phần, sẽ được đăng trong 2 kỳ Tạp chí Quản lý Kinh tế. Kỳ một sẽ lần lượt trình bày khái niệm, phương thức thực hiện vấn đề thâu tóm và hợp nhất công ty gồm Phần 2 và Phần 3. Các phần 4-8 trong kỳ hai sẽ phân tích cách xử lý các vấn đề hậu thâu tóm và hợp nhất công ty, loại hình và động cơ đằng sau hoạt động này, kinh nghiệm quốc tế về quản lý nhà nước đối với thâu tóm và hợp nhất, thực tiễn tại Việt Nam và các quy định pháp luật có liên quan.

2. Khái niệm thâu tóm và hợp nhất công ty

Trong quản trị công ty có hai điểm mấu chốt nhất là quyền sở hữu và người quản lý

thì quyền sở hữu có ý nghĩa lớn hơn. Mặc dù xu hướng quản trị hiện đại tách biệt quyền sở hữu với quản lý, nhưng thực chất quyền sở hữu có ý nghĩa quyết định trong việc bầu Hội đồng quản trị và qua đó lựa chọn người quản lý, đồng thời quyết định chiến lược phát triển, phương án phân chia lợi nhuận và xử lý tài sản của công ty. Các khái niệm thâu tóm hay sáp nhập (acquisition), hợp nhất (merger hoặc consolidation) đều xoay quanh mối tương quan này.

Thâu tóm hay sáp nhập là khái niệm được sử dụng để chỉ một công ty tìm cách nắm giữ quyền kiểm soát đối với một công ty khác thông qua thâu tóm toàn bộ hoặc một tỷ lệ số lượng cổ phần hoặc tài sản của công ty mục tiêu đủ để có thể khống chế toàn bộ các quyết định của công ty đó. Tỷ lệ này có thể khác nhau theo quy định cụ thể trong Luật Công ty của từng nước. Ví dụ, ở Việt Nam tỷ lệ này là 75%, trong trường hợp Điều lệ công ty mục tiêu quy định mức thấp hơn (tối thiểu là 65%) thì áp dụng mức đó[5]. Sau khi kết thúc chuyển nhượng, công ty mục tiêu sẽ chấm dứt hoạt động[6] (bị sáp nhập) hoặc trở thành một công ty con của công ty thâu tóm. Thương hiệu của công ty mục tiêu nếu được đánh giá là vẫn còn giá trị để duy trì thị phần sản phẩm thì có thể được giữ lại như một thương hiệu độc lập (trường hợp BP mua Castrol), hoặc được gộp lại thành một thương hiệu chung, như trường hợp Daimler-Chrysler, hoặc Exxon-Mobil.

Thuật ngữ "sáp nhập và mua lại" được hiểu phổ biến hiện nay ở Việt Nam không những không chuyển tải hết khái niệm M&A (về mặt ngôn ngữ) mà còn chưa thể hiện đầy đủ các hình thức hoạt động này. Trường hợp thôn tính mang tính thù địch đối thủ cạnh tranh (tạm dịch thuật ngữ hostile takeover) thông qua phương thức "lôi kéo cổ đông bất mãn" rõ ràng không phải là "mua lại". Còn "sáp nhập" thực tế chỉ là một bộ phận trong khái niệm "thâu tóm" công ty. Sáp nhập để chỉ sự thâu tóm toàn phần, và công ty mục tiêu chấm dứt sự tồn tại (như khái niệm được quy định trong Luật Doanh nghiệp 2005); trong khi "thâu tóm" còn được sử dụng để chỉ việc tìm cách nắm giữ một số lượng cổ phần dưới 100% nhưng đủ để chi phối công ty mục tiêu. Hơn nữa, thuật ngữ 'sáp nhập và mua lại' cũng không tính đến hình thức "hợp nhất", tuy không phổ biến nhưng không thể coi là một trường hợp cá biệt của sáp nhập (trong Luật Doanh nghiệp cũng tách biệt hai khái niệm này). Do đó, thuật ngữ "*thâu tóm và hợp nhất*" sẽ được giới thiệu và trình bày trong bài viết này để bao quát tất cả các hình thức của M&A từ khía cạnh quản trị công ty. Mặc dù vậy, trong một số đoạn (Phần 5 của bài viết), để thuận tiện trong việc phân loại chúng tôi sẽ gọi tắt các hình thức thâu tóm và hợp nhất là sáp nhập, chẳng hạn như "sáp nhập ngang", "sáp nhập dọc"...

Hợp nhất công ty là khái niệm để chỉ hai hoặc một số công ty cùng thỏa thuận chia sẻ tài sản, thị phần, thương hiệu với nhau để hình thành một công ty hoàn toàn mới, với tên gọi mới (có thể gộp tên của hai công ty cũ) trong khi đó chấm dứt sự tồn tại của các công ty cũ. Về mặt bản chất khái niệm và hệ quả pháp lý, hợp nhất và thâu tóm, sáp nhập là khác biệt; tuy nhiên nếu xét về tác động thực tế đối với quản trị công ty thì ranh giới phân biệt giữa chúng nhiều khi lại rất mong manh.

Chẳng hạn trong trường hợp việc thâu tóm 100% công ty mục tiêu được thực hiện thông qua phương thức hoán đổi cổ phiếu (stock swap) thì vụ sáp nhập đó không có gì khác so với một vụ hợp nhất[7]. Nếu căn cứ vào tính độc lập của ban điều hành hoặc thương hiệu sau sáp nhập thì trong rất nhiều trường hợp, ban điều hành, cơ cấu tổ chức và thương hiệu của công ty mục tiêu vẫn được giữ lại nguyên vẹn và hoạt động một cách tương đối độc lập với công ty thâu tóm, (trừ báo cáo tài chính được gộp vào báo cáo hợp nhất của công ty thâu tóm như một công ty thành viên). Thậm chí, sau một thời gian, các giám đốc điều hành trong công ty bị thâu tóm có thể được thăng tiến hoặc được

cạnh tranh bình đẳng với những người đồng nhiệm để được cất nhắc vào các vị trí lãnh đạo cao hơn trong cấu trúc tổ chức của công ty thâu tóm. Hơn nữa, nhìn ở một khía cạnh khác khi một công ty sáp nhập công ty khác có quy mô tương đương thì bản thân công ty đó cũng sẽ không còn như trước, trên cả bình diện cơ cấu tổ chức, văn hóa công ty, uy tín, và thị phần. Rõ ràng, đối lực từ công ty bị sáp nhập ảnh hưởng lên công ty cũ là không hề nhỏ. Đó là chưa tính đến yếu tố cấu trúc cổ đông của tất cả công ty đều không phải là bất biến.

Sự khác biệt giữa sáp nhập và hợp nhất có lẽ chỉ thể hiện trong những trường hợp sau: (i) chủ sở hữu công ty sáp nhập quyết định dùng thặng dư vốn để mua cổ phần hoặc tài sản của công ty mục tiêu, sau đó thay thế ban điều hành và quyết định chuyển hướng chiến lược của bộ phận bị sáp nhập; trong trường hợp hợp nhất, các công ty có quyền quyết định ngang nhau trong Hội đồng quản trị mới và do đó về lý thuyết có tiếng nói trọng lượng như nhau trong việc lựa chọn ban điều hành và chiến lược công ty sau này; (ii) trường hợp "thôn tính mang tính thù địch", cổ đông của công ty bị sáp nhập được trả tiền để bán lại cổ phiếu của mình và hoàn toàn mất quyền kiểm soát công ty, công ty bị sáp nhập chấm dứt tồn tại xét cả về đăng ký và tổ chức; trong khi đó hợp nhất thể hiện không khí hợp tác rõ nét, tương tự như trường hợp sáp nhập "thân thiện" (friendly merger), đồng thời cho ra đời một công ty mới, có thể với tên gọi và thương hiệu mới, cổ phiếu niêm yết mới, chấm dứt sự tồn tại của cả hai công ty cũ.

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

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

3. Các phương thức thực hiện thâu tóm và hợp nhất

Việc xử lý các vấn đề xác định giá trị chuyển nhượng, phương thức thanh toán, chia nhập cổ phiếu, tài sản, thương hiệu, cơ cấu tổ chức của công ty mục tiêu hậu sáp nhập hoặc hợp nhất là nội dung hoàn toàn nằm trong phạm vi thỏa thuận giữa các bên liên quan, được thể hiện trên bản hợp đồng chuyển nhượng, hợp nhất công ty đó. Các

thỏa thuận này mang tính chất chuyên biệt hóa đậm nét và sẽ là căn cứ cao nhất để xử lý tất cả các vấn đề liên quan hậu chuyển đổi, với điều kiện chỉ cần không vi phạm các quy định pháp luật về công ty, cạnh tranh và thuế của nước được chọn áp dụng luật. Trong trường hợp thôn tính mang tính thù địch, (sẽ nói ở phần sau), ban quản trị và điều hành của công ty mục tiêu ít có sự lựa chọn và quyền quyết định trong các vấn đề hậu sáp nhập nói trên.

Do đó, cách thức thực hiện thâu tóm và hợp nhất công ty cũng rất đa dạng tùy thuộc vào mục tiêu, đặc điểm quản trị, cấu trúc sở hữu và ưu thế so sánh của các công ty liên quan trong từng trường hợp cụ thể. Có thể tổng hợp một số cách thức phổ biến thường được sử dụng sau: (i) chào thầu; (ii) lôi kéo cổ đông bất mãn; (iii) thương lượng tự nguyện với Hội đồng quản trị và ban điều hành; (iv) thu gom cổ phiếu trên thị trường chứng khoán; (v) mua tài sản công ty...

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

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

(ii) Lôi kéo cổ đông bất mãn: cũng thường được sử dụng trong các vụ "thôn tính mang tính thù địch". Khi lâm vào tình trạng kinh doanh yếu kém và thua lỗ, luôn có một bộ phận không nhỏ cổ đông bất mãn và muốn thay đổi ban quản trị và điều hành công ty mình. Công ty cạnh tranh có thể lợi dụng tình cảnh này để lôi kéo bộ phận cổ đông đó. Trước tiên, thông qua thị trường, họ sẽ mua một số lượng cổ phần tương đối lớn (nhưng

chưa đủ để chi phối) cổ phiếu trên thị trường để trở thành cổ đông của công ty mục tiêu. Sau khi đã nhận được sự ủng hộ, họ và các cổ đông bất mãn sẽ triệu tập họp Đại hội đồng cổ đông, hội đủ số lượng cổ phần chi phối để loại ban quản trị cũ và bầu đại diện của công ty thôn tính vào Hội đồng quản trị mới. Cảnh giác với hình thức thôn tính này, ban quản trị của công ty bị sáp nhập có thể sắp đặt các nhiệm kỳ của ban điều hành và ban quản trị xen kẽ nhau ngay từ trong Điều lệ công ty. Bởi vì mục đích cuối cùng của công ty thôn tính và các cổ đông bất mãn là thay đổi ban điều hành.

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

Ngoài các phương án chuyển nhượng cổ phiếu hay tài sản bằng tiền mặt hoặc kết hợp tiền mặt và nợ, các công ty thực hiện sát nhập thân thiện còn có thể chọn phương thức hoán đổi cổ phiếu (stock swap) để biến cổ đông của công ty này trở thành cổ đông của công ty kia và ngược lại. Đây là hình thức có thể được Công ty Kinh Do Corp. (KDC) của Việt Nam lựa chọn để sáp nhập Công ty North Kinh Do (NKD) trong thời gian tới[8]. Ví dụ: thị giá cổ phiếu của KDC lúc đóng cửa ngày 4/7/07 là 233.000 VND/cổ phiếu (với khối lượng cổ phiếu lưu hành là 30 triệu), cổ phiếu NKD là 168.000 VND/cổ phiếu (với khối lượng 10 triệu cổ phiếu). Công ty KDC là công ty đóng vai trò chủ đạo, do đó cổ đông của NKD sẽ nhận cổ phiếu mới theo tỷ lệ: 1,39 cổ phiếu cũ đổi 1 cổ phiếu mới (10 triệu cổ phiếu NKD = 7,19 triệu cổ phiếu mới). Như vậy, nếu tính ngày sáp nhập là 5/7/2007, khối lượng cổ phiếu của công ty mới là 37,19 triệu, với giá tham chiếu lúc mở cửa thị trường là 233.000 VND/cổ phiếu. Tổng thị giá và số lượng cổ đông của công ty mới đúng bằng thị giá và số lượng cổ đông của hai công ty cũ cộng lại.

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

(iv) Thu gom cổ phiếu trên thị trường chứng khoán: công ty có ý định thâu tóm sẽ giải ngân để gom dần cổ phiếu của công ty mục tiêu thông qua giao dịch trên thị trường chứng khoán, hoặc mua lại của các cổ đông chiến lược hiện hữu. Phương án này đòi hỏi thời gian, đồng thời nếu để lộ ý đồ thôn tính, giá của cổ phiếu đó có thể tăng vọt trên thị trường. Ngược lại, cách thâu tóm này nếu được thực hiện dần dần và trôi chảy, công ty thâu tóm có thể đạt được mục đích cuối cùng của mình một cách êm thấm, không gây xáo động lớn cho "con mồi" của mình, trong khi chỉ cần trả một mức giá rẻ hơn so với hình thức chào thầu rất nhiều.

(v) Mua lại tài sản công ty gần giống phương thức chào thầu. Công ty sáp nhập có

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

(xem tiếp kỳ sau)

1. Bùng nổ M&A toàn cầu, ĐTCK-Online, 21/5/2007.
2. Việt Nam đã có những vụ sáp nhập khá lớn, chẳng hạn như quỹ đầu tư BĐS VinaLand mua 52% sở hữu khách sạn Omni Saigon với giá 16,5 triệu USD; Vina Capital mua 30% cổ phần Phở 24 với giá 3 triệu USD.
3. http://www.vcad.gov.vn/Web/Default.aspx?lang=vi-VN và www.qlct.gov.vn.
4. Luật Doanh nghiệp 2005 quy định về các vấn đề tổ chức lại, giải thể và phá sản doanh nghiệp trong chương VIII, gồm 11 điều (Điều 150- 160).
5. Điều 104, Luật Doanh nghiệp 2005. Luật công ty ở hầu hết các nước đều đòi hỏi các quyết định chuyển nhượng, sáp nhập, hợp nhất công ty đều phải có sự thông qua của Đại hội đồng cổ đông.
6. Chấm dứt hoạt động có thể mang ý nghĩa giải thể công ty hoặc bị rút tên khỏi thị trường chứng khoán.

   Sáp nhập là một bộ phận trong khái niệm thâu tóm công ty.
7. Công ty chủ động sáp nhập không sử dụng thặng dư vốn của mình để mua 100% cổ phần của công ty mục tiêu, mà sẽ cho phép cổ phiếu của công ty mục tiêu được hoán đổi (theo tỷ lệ hợp lý dựa trên giá thị trường) thành cổ phiếu của mình. Kết quả, cổ đông của công ty mục tiêu cũng sẽ trở thành một bộ phận cổ đông của công ty sáp nhập. Phương thức này cũng được sử dụng trong các vụ hợp nhất. Cổ đông của hai công ty cũ đều trở thành cổ đông của công ty mới với số cổ phiếu đã được hòa nhập theo một tỷ lệ nhất định tương ứng với thị giá cổ phiếu họ sở hữu trước đây.
8. Theo Nghị quyết ĐHCĐ 2006, ngày 12/04/2007 của Công ty Cổ phần Kinh Đô.
9. http://news.yahoo.com/s/infoworld/20070620/tc_inf

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

A. Tiếng Việt:

1. Luật Cạnh tranh số 27/2004/QH11 thông qua ngày 03/12/2004;
2. Luật Đầu tư số 59/2005/QH11
3. Luật Doanh nghiệp số 60/2005/QH11 thông qua ngày 29/11/2005.
4. Nguyễn Đình Cung (2007), Khung quản trị công ty: cơ sở lý luận và nội dung cơ bản, Chuyên đề NCS số 2, Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế Trung ương, tháng 6.
5. Tổ công tác thi hành Luật Doanh nghiệp và Luật Đầu tư 2005 (2007), Báo cáo 6 tháng thi hành Luật Doanh nghiệp và Luật Đầu tư 2005, tháng 4/2007, (phần III- những vướng mắc trong triển khai thi hành 2 luật).

B. Tiếng Anh:

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