



ĐỘNG CƠ VÀ PHƯƠNG THỨC THỰC HIỆN MUA BÁN SÁP NHẬP DOANH NGHIỆP CÓ VỐN NHÀ NƯỚC Ở VIỆT NAM

HỒ QUỲNH ANH

Cùng với quá trình phát triển, đẩy mạnh tái cơ cấu nền kinh tế và chủ động hội nhập quốc tế, thị trường mua bán, sáp nhập tại Việt Nam cũng ngày càng sôi động. Thống kê cho thấy, giai đoạn 2009 – 2018, có trên 4.000 thương vụ mua bán, sáp nhập doanh nghiệp có vốn nhà nước ở Việt Nam được thực hiện với tổng giá trị 48,8 tỷ USD. Hoạt động mua bán, sáp nhập doanh nghiệp có vốn nhà nước ở Việt Nam đang trở thành kênh đầu tư hấp dẫn, là yếu tố quan trọng thúc đẩy tái cấu trúc, nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp và sức cạnh tranh của nền kinh tế. Bài viết làm rõ hơn về động cơ của các bên và phương thức thực hiện mua bán, sáp nhập doanh nghiệp có vốn Nhà nước trong giai đoạn 2013-2017.

Từ khóa: Mua bán sáp nhập, doanh nghiệp có vốn nhà nước, thị trường mua bán sáp nhập

MOTIVES AND IMPLEMENTATION METHODS FOR MERGERS AND ACQUISITIONS OF STATE-OWNED ENTERPRISES IN VIETNAM

Ho Quỳnh Anh

In the process of developing, boosting the economic restructure and actively integrating into the world, the merger and acquisition (M&A) market in Vietnam is also increasingly active. Statistics show that in the period of 2009-2018, there are more than 4,000 M&A deals in Vietnam with a total value of 48.8 billion USD. The M&A of state-owned enterprises in Vietnam is becoming an attractive investment channel as well as an important factor to promote restructure, to improve the operational efficiency of businesses and competitiveness of the economy. The paper further clarifies the motives of the parties and implementation methods of M&A with state-owned enterprises in the period of 2013-2017.

Keywords: Merger and acquisition, state-owned enterprises, merger and acquisition market

Ngày nhận bài: 26/6/2019

Ngày hoàn thiện biên tập: 19/7/2019

Ngày duyệt đăng: 26/7/2019

Đặt vấn đề

Hoạt động mua bán, sáp nhập doanh nghiệp (DN) là một trong những hệ quả tất yếu của quy luật cạnh tranh trong nền kinh tế thị trường và hội nhập kinh tế

quốc tế. Khi những DN không chống đỡ được sức ép từ cạnh tranh sẽ phải tự giải thể hoặc phá sản, hoặc trở thành đối tượng trên thị trường mua bán, sáp nhập. Mua bán, sáp nhập là phương thức quan trọng để tái cấu trúc, nâng cao hiệu quả hoạt động, hiệu quả quản trị cho các DN nhà nước (DNNN). Hoạt động này ở khu vực DNNN mới bắt đầu hình thành song đã có sự phát triển nhất định. Quy mô đấu giá cổ phần và số lượng DNNN tham gia đấu giá trên các sở giao dịch chứng khoán còn khá khiêm tốn song đang có xu hướng tăng lên. Năm 2017, nhờ việc bán thành công cổ phần nhà nước tại Vinamilk và Sabeco, tổng giá trị giao dịch thành công trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) đạt 1.769 tỷ đồng; tổng giá trị giao dịch thành công trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh HOSE đạt 122.328 tỷ đồng. Năm 2018, con số này lần lượt là 12.228 tỷ đồng và 17.679 tỷ đồng.

Tuy nhiên, hoạt động này cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro cho DNNN cũng như đối với nền kinh tế nếu Chính phủ không có cơ chế chính sách điều tiết kịp thời, khung khổ pháp lý chặt chẽ, tầm nhìn và chiến lược phù hợp. Vấn đề thâm tốn DNNN không lành mạnh, thất thoát tài sản công, mất vốn nhà nước, tình trạng độc quyền và nhóm lợi ích, xung đột văn hóa, lao động dồi dư là những hạn chế tiềm ẩn nếu hoạt động mua bán, sáp nhập DNNN không được kiểm soát chặt chẽ và điều hành tốt.

Động cơ của các bên khi thực hiện mua bán, sáp nhập doanh nghiệp có vốn nhà nước

Động cơ của bên bán/bên đi sáp nhập

Thực tế cho thấy, động cơ của bên bán/bên đi sáp



nhập thường bắt nguồn từ các lý do sau:

Một là, cải thiện mức sinh lời của vốn nhà nước tại DN: Trong thương vụ mua bán, sáp nhập, bên bán/đi sáp nhập là DN có vốn nhà nước. Nhà nước là chủ sở hữu phần vốn đầu tư tại DN. Do vậy, tỷ suất sinh lời của đồng vốn đầu tư tại DN có vốn nhà nước là tiêu chí quan trọng để đánh giá hiệu quả đầu tư vốn của Nhà nước tại DN. Hiệu quả này gắn chặt với hiệu quả hoạt động của các DN có vốn nhà nước.

Cũng giống như các nền kinh tế khác, hiệu quả hoạt động của các DNNN tại Việt Nam vẫn còn nhiều hạn chế. Cụ thể, DNNN chiếm 70% tổng số vốn đầu tư, 50% đầu tư công, 60% vốn tín dụng ngân hàng và 70% vốn hỗ trợ phát triển chính thức (ODA) nhưng chỉ đóng góp khoảng 28%-35% vào GDP, 39,5% vào tổng sản lượng công nghiệp, 50% vào giá trị xuất khẩu, 28,5% vào thuế. Mặt khác, DNNN hoạt động kém hiệu quả hơn khối DN có vốn đầu tư nước ngoài và tư nhân, vì quản trị tài chính kém hiệu quả, tỷ trọng nợ xấu còn tương đối cao. Sự trì trệ của các DNNN, đặc biệt là các tập đoàn kinh tế và các tổng công ty có ảnh hưởng nghiêm trọng đến sự ổn định kinh tế vĩ mô và triển vọng tăng trưởng của Việt Nam. Như vậy, hoạt động kém hiệu quả của các tập đoàn kinh tế, tổng công ty, đặc biệt là sự lãng phí trong việc sử dụng vốn nhà nước tại các DN này là lý do dẫn đến mua bán, sáp nhập DN có vốn nhà nước, giảm bớt sự can thiệp trực tiếp của Nhà nước vào hoạt động của DN, tách biệt vai trò điều hành nền kinh tế với vai trò chủ sở hữu của Nhà nước tại DN.

Hai là, tái cơ cấu toàn diện DN có vốn nhà nước: Tham gia vào hoạt động mua bán, sáp nhập, DN có vốn nhà nước thực hiện chiến lược tái cơ cấu DN một cách toàn diện, gồm hoạt động kinh doanh, tài chính và quản trị. Việc chuyển đổi hình thức pháp lý tổ chức DN, đa dạng hóa cơ cấu sở hữu cho phép DN có vốn nhà nước tại Việt Nam tiếp cận với những thị trường mới, công nghệ hiện đại, mô hình quản trị tiên tiến, cũng như thay đổi cấu trúc tài chính DN. Những lợi ích này đặc biệt rõ rệt khi bên mua là những nhà đầu tư nước ngoài có cùng ngành nghề và lĩnh vực kinh doanh với DN có vốn nhà nước.

Ba là, tăng vốn đầu tư cho nền kinh tế nói chung và doanh nghiệp nói riêng: Hoạt động mua bán, sáp nhập DN có vốn nhà nước xét trong ngắn hạn sẽ tạo ra nguồn thu cho ngân sách nhà nước (NSNN), giải quyết nhu cầu về vốn cho đầu tư và dòng tiền cho NSNN. Xét trong dài hạn, khi hiệu quả hoạt động của DN có vốn nhà nước được cải thiện và nâng cao, mức sinh lời của đồng vốn nhà nước tại DN sẽ gia tăng. Mục tiêu đến năm 2020, NSNN phải đảm bảo

được 250 nghìn tỷ đồng để phục vụ đầu tư trung dài hạn. Do đó, bán phần vốn/tài sản nhà nước tại DN là một cách thức huy động vốn cho nền kinh tế. Đối với DN, mua bán, sáp nhập DN gia tăng vốn chủ sở hữu, từ đó tăng cường giới hạn nợ vay cho DN, đảm bảo nguồn vốn cho nhu cầu đầu tư của DN.

Bốn là, tạo sân chơi bình đẳng cho các thành phần kinh tế, các ngành kinh tế: Mua bán, sáp nhập DN có vốn nhà nước điều tiết dòng chảy vốn giữa các ngành kinh tế thông qua giảm bớt sự hiện diện của chủ sở hữu nhà nước tại những ngành kinh tế không trọng điểm, tăng cường vai trò của sở hữu ngoài nhà nước trong nền kinh tế. Giảm bớt sự can thiệp và bảo trợ của Nhà nước đối với DNNN cũng như với một số ngành kinh tế không đe dọa đến an ninh quốc phòng là thực hiện cam kết của Việt Nam trong các hiệp định thương mại tự do. Đây là những tiền đề cần thiết để Việt Nam trở thành nền kinh tế thị trường như quy định của Tổ chức Thương mại thế giới.

Động cơ của bên mua/bên nhận sáp nhập

Bên mua/bên nhận sáp nhập DN có vốn nhà nước bao gồm các DN có vốn nhà nước, các DN tư nhân, các nhà đầu tư nước ngoài. Bên mua tham gia vào thương vụ mua bán, sáp nhập DN nhà nước tại Việt Nam xuất phát từ những lý do sau:

Một là, chiến lược đầu tư dài hạn tại thị trường Việt Nam: Tham gia vào thương vụ mua bán, sáp nhập DN có vốn nhà nước chính là thực hiện chiến lược đầu tư dài hạn của bên mua do bên mua sẽ trở thành chủ sở hữu một phần hay toàn bộ phần vốn điều lệ/tài sản của DN mục tiêu. Bên mua được quyền sở hữu tài sản/vốn điều lệ của DN mục tiêu và nhận được lợi nhuận từ việc khai thác tài sản hoặc lợi nhuận tương ứng với tỷ lệ cổ phần nắm giữ tại DN mục tiêu. Đồng thời, bên mua cũng nhận được phần lãi vốn do giá trị tài sản/phần vốn tăng theo giá trị trường.

Hai là, chiến lược thâm nhập và phát triển thị trường Việt Nam: Hoạt động mua bán, sáp nhập cho phép DN mua, đặc biệt là những DN nước ngoài có thể thâm nhập và phát triển thị trường mới. Thay vì tự xây dựng hệ thống phân phối, khách hàng, lựa chọn nhà cung cấp, tổ chức chuỗi cung ứng, các DN mua có thể mua một DNNN/cổ phần nhà nước để tận dụng những lợi thế kể trên. Không chỉ phát triển thị trường theo chiều rộng, mua bán, sáp nhập DN còn cho phép các DN nước ngoài khai thác công nghệ và vốn tại một thị trường có nhiều tiềm năng tăng trưởng. Từ đó, nâng cao mức sinh lời cho chủ sở hữu, gia tăng giá trị DN, vị thế DN trên thị trường.



Phương thức thực hiện hoạt động mua bán, sáp nhập doanh nghiệp có vốn nhà nước

Đối với hoạt động mua bán doanh nghiệp có vốn nhà nước

Hoạt động mua bán DN có vốn nhà nước tại Việt Nam được thực hiện thông qua phương thức mua bán cổ phần nhà nước tại DN. Chi tiết về phương thức thực hiện như sau:

- Đối với công ty cổ phần có phần vốn nhà nước trong vốn điều lệ của DN, đã hoặc chưa niêm yết trên các Sở giao dịch chứng khoán (đã thực hiện IPO để trở thành công ty đại chúng): Phương thức thực hiện là bán cổ phần hiện hữu của Nhà nước. Việc bán cổ phần của Nhà nước tại DN thực chất là chuyển nhượng phần vốn nhà nước từ chủ sở hữu vốn nhà nước sang các chủ thể khác. Hoạt động bán cổ phần hiện hữu của nhà nước có thể thực hiện thông qua Sở giao dịch chứng khoán hoặc không thông qua Sở giao dịch chứng khoán. Chủ sở hữu vốn nhà nước (Cơ quan đại diện vốn nhà nước tại DN) chịu trách nhiệm bán cổ phần nhà nước tại DN, phối hợp cùng Sở giao dịch chứng khoán, Hội đồng thẩm định năng lực nhà đầu tư và Hội đồng bán đấu giá cổ phần. Nhà đầu tư tham gia phiên đấu giá cổ phần theo lô có thể là cá nhân hoặc tổ chức. Đối với nhà đầu tư nước ngoài, phải mở tài khoản vốn đầu tư gián tiếp bằng đồng Việt Nam. Giá trúng thầu theo nguyên tắc từ cao xuống thấp cho đến hết số lượng cổ phần chào mua xong không thấp hơn giá khởi điểm.

Nếu không thực hiện qua sàn chứng khoán, cơ quan đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước có thể lựa chọn phương thức đấu giá công khai, chào bán cạnh tranh, thỏa thuận để chuyển nhượng vốn nhà nước.

- Đối với DN nhà nước có 100% vốn điều lệ nhà nước dưới hình thức Công ty TNHH một thành viên độc lập hoặc công ty mẹ của Tập đoàn, Tổng công ty nhà nước (không thuộc diện Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ): Việc bán cổ phần nhà nước được quy định trong phương án cổ phần hóa DN. Cổ phần nhà nước được chào bán lần đầu ra công chúng thông qua các hình thức gồm: (i) Giữ nguyên vốn nhà nước hiện có và phát hành thêm cổ phần để tăng vốn điều lệ; (ii) Bán một phần hoặc toàn bộ vốn nhà nước tại DN; (iii) Bán phần vốn nhà nước tại DN (một phần hoặc toàn bộ) kết hợp phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ.

Việc bán vốn nhà nước tại DN do cơ quan đại diện chủ sở hữu thực hiện. Riêng đối với trường hợp DNNN thuộc danh sách DN mà Nhà nước nắm giữ trên 50% vốn điều lệ thì phải phối hợp cùng Công ty mua bán nợ và tài sản và các chủ nợ để thực hiện

mua lại các khoản nợ trước khi bán vốn nhà nước. Đối tượng mua gồm có tổ chức công đoàn (không quá 3%, nắm giữ ít nhất 3 năm); người lao động; nhà đầu tư chiến lược; chào bán ra công chúng (ít nhất 20%).

Phương thức đấu giá công khai áp dụng trong trường hợp bán đấu giá ra công chúng mà không có sự phân biệt nhà đầu tư là tổ chức, các nhân, trong nước và nước ngoài. Đấu giá công khai được thực hiện qua Sở Giao dịch chứng khoán, tuy nhiên nếu quy mô dưới 10 tỷ đồng thì thực hiện tại công ty chứng khoán, trung tâm dịch vụ, DN đấu giá tài sản theo pháp luật đấu giá. Giá đấu thành công của từng nhà đầu tư là giá bán cổ phần cho nhà đầu tư đó.

Nhà đầu tư chiến lược được mua cổ phần lần đầu chỉ áp dụng đối với DN thuộc danh mục tiếp tục nắm giữ trên 50% tổng số cổ phần theo quy định của Thủ tướng. Việc lựa chọn và tổ chức đăng ký mua cổ phần của các nhà đầu tư chiến lược thực hiện trước thời điểm công bố IPO. Giá bán cho nhà đầu tư chiến lược không thấp hơn giá đấu công khai trên thị trường.

Đối với phần vốn nhà nước đầu tư ngoài ngành nghề kinh doanh chính

Theo quy định của Nhà nước, vốn nhà nước không được đầu tư vào những lĩnh vực ngoài ngành nghề kinh doanh chính của tập đoàn, tổng công ty. Đối với phần vốn nhà nước đầu tư tại các lĩnh vực ngoài ngành, DNNN phải thực hiện bán phần vốn đầu tư này theo nguyên tắc đấu giá công khai, thực hiện bảo toàn vốn nhà nước. Đây thực chất là phương thức bán hoạt động kinh doanh và không làm thay đổi vốn điều lệ của DNNN cũng như tỷ lệ sở hữu của Nhà nước. Trong trường hợp đấu giá công khai mà không tìm được bên mua, DNNN báo cáo với cơ quan đại diện chủ sở hữu tại DN, đồng thời đề xuất Tổng Công ty Đầu tư Kinh doanh vốn nhà nước mua lại phần vốn này.

Đối với hoạt động sáp nhập doanh nghiệp có vốn nhà nước

Hoạt động sáp nhập DN có vốn nhà nước chịu sự điều chỉnh của Luật DN năm 2014, Nghị định số 172/2013/NĐ-CP, Nghị định số 60/2015/NĐ-CP. Đối với Công ty TNHH một thành viên, sáp nhập là một trong năm cách sắp xếp lại DN, được quy định "là chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp vào công ty nhận sáp nhập". Đối với công ty cổ phần, điều 194 và điều 195 Luật DN 2014 quy định sáp nhập là một trong những hình thức tổ chức lại DN. Luật Cạnh tranh năm 2018 xem sáp nhập



DN tương tự như Nghị định số 172/2013/NĐ-CP.

Hoạt động sáp nhập diễn ra giữa các Công ty TNHH một thành viên là Nhà nước, giữa công ty con với công ty mẹ theo mô hình tập đoàn, tổng công ty, giữa các công ty cổ phần có sự hiện diện của cơ quan đại diện vốn chủ sở hữu nhà nước trong cơ cấu sở hữu. Theo quy định tại Nghị định số 60/2015/NĐ-CP, công ty cổ phần có thể thực hiện hoán đổi cổ phiếu để đổi lấy cổ phiếu của công ty đại chúng hoặc vốn góp của công ty TNHH. Tỷ lệ hoán đổi, số cổ phần phát hành phải được xây dựng trên cơ sở tuân thủ pháp luật về chứng khoán và cạnh tranh.

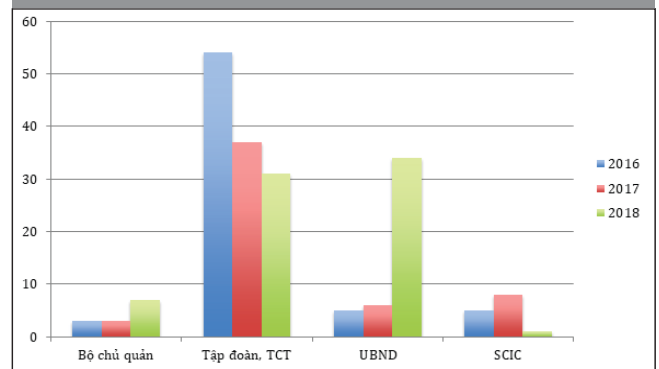
Đánh giá phương thức thực hiện mua bán, sáp nhập doanh nghiệp có vốn nhà nước

Đấu giá công khai qua Sở Giao dịch chứng khoán là phương thức ngày càng phổ biến trong thương vụ mua bán, sáp nhập DN có vốn nhà nước. Đặc biệt, trong bối cảnh pháp luật về chứng khoán, DN, đầu tư, cạnh tranh ngày càng được hoàn thiện và chặt chẽ. Hiện tại, đấu giá cổ phần công khai được thực hiện tại HNX và HOSE.

Căn cứ vào quy định của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước về đấu giá cổ phần, các Sở Giao dịch chứng khoán có quy chế về đấu giá mua cổ phần tại Sở Giao dịch. Tổng số phiên đấu giá giai đoạn 2016-2018 lần lượt là 67, 54, 73 với giá trị đấu giá thành công một phiên trung bình là 269 tỷ đồng, 2.208 tỷ đồng, 408 tỷ đồng. Giá trị trung bình một thương vụ tăng đột biến vào năm 2017 là do Nhà nước đã thực hiện bán Vinamilk và Sabeco thành công vào năm 2017. Tập đoàn, tổng công ty là những chủ thể thực hiện nhiều phiên đấu giá nhất song số lượng thương vụ giảm liên tiếp trong ba năm vừa qua.

Theo dõi chi tiết giá đấu thành công của các phiên trên Sở Giao dịch cho thấy không có sự chênh lệch giữa các mức giá đấu. Mặc dù, phương thức dựng sổ đã được giới thiệu, đề cập đến trong Nghị định số 126/2018/NĐ-CP và Nghị định số 32/2018/NĐ-CP, song chưa có hướng dẫn cụ thể về quy trình, điều kiện áp dụng phương pháp này. Phương thức này mới chỉ dừng ở mức khuyến nghị các DN áp dụng trên cơ sở so sánh lợi ích và chi phí giữa các phương thức bán mà chưa có tiêu chí hướng dẫn cụ thể. Phần lớn các tập đoàn, tổng công ty đều lựa chọn phương thức kết hợp giữa bán phần vốn nhà nước với phát hành tăng vốn điều lệ. Tuy nhiên, có tỷ lệ bán cổ phần nhà nước còn phụ thuộc vào ngành nghề kinh doanh và nhà đầu tư chiến lược chào mua cổ phần. Những DNNN thuộc danh sách nắm giữ trên 50% chỉ thực hiện bán một phần vốn nhà nước, đồng thời, có những tiêu chí lựa chọn nhà

HÌNH 1: ĐẤU GIÁ CỔ PHẦN NHÀ NƯỚC TẠI SỞ GIAO DỊCH (tỷ đồng)



Nguồn: Tác giả tự tổng hợp đấu giá cổ phần nhà nước tại sàn HNX, HOSE năm 2016-2017

đầu tư chiến lược chặt chẽ. Những DN không thuộc danh sách nắm giữ cổ phần chi phối, thường bán toàn bộ vốn nhà nước kèm theo tăng vốn điều lệ bằng phát hành cổ phần thường.

Có thể thấy sự khác biệt này thông qua phương án bán cổ phần nhà nước tại Vietnam Airline (VNA), nơi Nhà nước nắm giữ từ 65% đến 75% vốn điều lệ với Hapro, nơi không có quy định về tỷ lệ nắm giữ của Nhà nước. Phương án bán của VNA năm 2014 giới hạn tỷ lệ bán 20% cho nhà đầu tư chiến lược và thực hiện bán phần vốn theo lộ trình. VNA cũng có quy định bán cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược trong và ngoài ngành, trong nước và nước ngoài. Trái lại, Hapro lựa chọn chiến lược bán toàn bộ vốn Nhà nước và phát hành cổ phần tăng vốn điều lệ.

Tài liệu tham khảo:

1. Quốc hội (2014), Luật Doanh nghiệp;
2. Quốc hội (2018), Luật Cạnh tranh;
3. Chính phủ (2017), Quyết định số 1232/QĐ-TTg ngày 17/8/2017 về phê duyệt danh mục doanh nghiệp có vốn nhà nước thực hiện thoái vốn giai đoạn 2017-2020;
4. Chính phủ (2017), Nghị định số 126/2017/NĐ-CP ngày 16/11/2017 về chuyển doanh nghiệp nhà nước và công ty TNHH một thành viên do Nhà nước đầu tư 100% vốn điều lệ thành công ty cổ phần;
5. Chính phủ (2013), Nghị định số 172/2013/NĐ-CP ngày 13/11/2013 về thành lập, tổ chức lại, giải thể công ty TNHH một thành viên do Nhà nước làm chủ sở hữu và công ty TNHH một thành viên là công ty con của Công ty TNHH do Nhà nước làm chủ sở hữu;
6. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2018), Quyết định số 583/QĐ-UBCK ngày 6/7/2018 về quy chế mẫu bán đấu giá theo lô chuyển nhượng vốn nhà nước, vốn của doanh nghiệp nhà nước đầu tư tại công ty cổ phần;
7. Báo cáo về cổ đông chiến lược trong Cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước – Viện Nghiên cứu và Quản lý Kinh tế Trung ương, 8/2017.

Thông tin tác giả:

ThS. Hồ Quỳnh Anh - Học viện Tài chính

Email: hoquynhanh263@gmail.com