

Một số phương pháp đánh giá hoạt động M&A

 **Ths. Hồ Quỳnh Anh***

Nhận: 31/7/2019

Biên tập: 9/8/2019

Duyệt đăng: 16/8/2019

"Mua bán, sáp nhập" hay "mua lại, sáp nhập" là cụm từ Việt hoá của thuật ngữ tiếng Anh "Merger & Acquisition", viết tắt là M&A, dùng để chỉ việc một cá nhân hoặc một tổ chức tiến hành mua lại cổ phần hoặc tài sản của một cá nhân hay tổ chức khác để tiến hành một hoạt động kinh doanh nhất định. Hoạt động này bắt đầu xuất hiện trên thế giới từ đầu thế kỷ 19, gắn với sự ra đời của các tập đoàn độc quyền. Đến thế kỷ 21, hoạt động M&A đã phát triển vượt bậc về quy mô, giá trị và phạm vi.

Không nằm ngoài xu thế chung của nền kinh tế thế giới, hoạt động mua bán, sáp nhập doanh nghiệp (DN) tại Việt Nam bắt đầu sôi động từ năm 2007 với 113 vụ sáp nhập trị giá 1,8 tỷ USD. Năm 2015, theo thống kê của Viện Sáp nhập, mua lại và liên kết (IMAA), Việt Nam đứng thứ 24 trên bảng xếp hạng mua bán, sáp nhập toàn cầu với tổng giá trị các thương vụ đạt 5,2 tỷ USD. Năm 2017, thị trường M&A đạt 10,2 tỷ USD với khoảng 600 thương vụ. Phần lớn các thương vụ được thực hiện bởi các nhà đầu tư nước ngoài. Thái Lan, Nhật Bản, Hàn Quốc, Singapore là những quốc gia dẫn đầu về quy mô các thương vụ M&A tại Việt Nam.

Sự phát triển nhanh chóng của hoạt động M&A tại Việt Nam những năm gần đây là kết quả của những nỗ lực cải cách thể chế, hoàn thiện khung khổ pháp luật, cải thiện môi trường đầu tư - kinh doanh; chương trình tái cơ cấu toàn diện nền kinh tế, đặc biệt là khu vực DN nhà nước; nâng cao hiệu quả vốn đầu tư nhà nước tại DN và chính sách, cơ chế thúc đẩy, hỗ trợ, ưu đãi dành cho kinh tế tư nhân, đặc biệt là hoạt động khởi nghiệp đổi mới sáng tạo.

Tuy nhiên, trong tương quan so sánh với các thị trường trong khu vực ASEAN, quy mô của thị trường M&A Việt Nam vẫn còn khiêm tốn. Năm 2017, nhờ thương vụ bán thành công 51% cổ phần Sabeco với giá trị gần 5 tỷ USD, thị trường Việt Nam xếp ở mức tương đương Malaysia (11,73 tỷ USD), Indonesia (10,76 tỷ USD) song còn khá cách biệt so với Singapore (78,6 tỷ USD). Quy mô giao dịch của mỗi thương vụ M&A cũng nhỏ, 90% số lượng thương vụ có quy mô dưới 10 triệu USD. Hoạt động mua bán, sáp nhập mang tính tự phát cao và phần lớn được thực hiện bởi các DN tư nhân. Sự tham gia của các DN nhà nước vào hoạt động này còn rất hạn chế, nặng về thủ tục, thay vì tạo ra giá trị cộng hưởng cho chủ sở hữu.

Trong phạm vi bài viết này, tác giả xin được phép nêu ra một số ý kiến về hoạt động mua bán, sáp nhập DN ở cấp độ thị trường và cấp độ DN, trên cơ sở đánh giá thực trạng M&A các DN ở Việt Nam để đưa ra các giải pháp hoàn

thiện, thúc đẩy hoạt động M&A trong thời gian tới ở Việt Nam.

Đánh giá hoạt động mua bán sáp nhập DN

1. Đánh giá ở cấp độ thị trường

Ở cấp độ thị trường, M&A là một cách thức phân bổ vốn đầu tư, điều chỉnh dòng chảy vốn giữa các chủ thể và các lĩnh vực, ngành nghề kinh doanh. Đồng thời, M&A cũng đánh giá mức độ hấp dẫn dòng vốn ngoại của một nền kinh tế. Do vậy, đánh giá hoạt động mua bán, sáp nhập ở cấp độ thị trường là làm rõ những nội dung sau:

- Quy mô giao dịch của thị trường: Quy mô giao dịch là chỉ tiêu tổng quát nhất để đánh giá sự phát triển của hoạt động M&A tại một thị trường nhất định. Phạm vi thị trường có thể gói gọn trong một quốc gia (một nền kinh tế) hoặc một khu vực. Quy mô giao dịch được phản ánh thông qua số lượng các thương vụ cũng như tổng giá trị của các thương vụ trong một năm, hoặc một giai đoạn nhất định. Quy mô giao dịch của một thị trường trong một khoảng thời gian nhất định chỉ được xác định dựa trên các thương vụ M&A đã hoàn tất tại thị trường đó trong khoảng thời gian tương ứng. Quan sát sự thay đổi của quy mô giao dịch cho thấy, triển vọng của hoạt động M&A tại một thị trường nhất định. Chỉ tiêu này cho phép so sánh và đánh giá hoạt động M&A tại các quốc gia, khu vực khác nhau. Đồng thời, đây cũng là chỉ tiêu cho thấy sự vận

*** Học viện Tài chính***

động và điều tiết dòng vốn trong thị trường, cũng như những chuyển biến của nền kinh tế trước áp lực cạnh tranh của nền kinh tế thế giới.

- Chủ thể tham gia các giao dịch: Giao dịch M&A tạo ra thị trường cho quyền kiểm soát DN. Đây là sân chơi của rất nhiều chủ thể, bởi tính đa mục đích của hoạt động này. Nếu xét theo vị trí và vai trò của các chủ thể trong một thương vụ M&A, chủ thể tham gia gồm có DN mua/DN nhận sáp nhập và DN bán/DN mục tiêu/DN đi sáp nhập. Nếu xét theo cơ cấu sở hữu, chủ thể tham gia gồm có DN thuộc sở hữu tư nhân và DN có sở hữu nhà nước. Nếu xét theo quốc gia, chủ thể tham gia gồm có DN nội địa (xét tại một phạm vi thị trường nhất định) và DN nước ngoài. Hoạt động M&A đã rất phổ biến tại các quốc gia phát triển, song còn khá mới mẻ tại các thị trường mới nổi và đặc biệt là các thị trường biên. Sự xâm nhập và tìm kiếm thị trường của các tập đoàn đa quốc gia hiện nay tạo ra làn sóng M&A xuyên quốc gia. Do vậy, cách thức phân loại theo quốc gia đang ngày càng trở nên phổ biến khi xét đến chủ thể tham gia thương vụ M&A.

- Phân bổ quy mô giao dịch theo một số tiêu chí: Quan sát quy mô giao dịch của thị trường theo một số tiêu chí như ngành nghề kinh doanh, quốc gia, loại hình DN sẽ cho thấy sự phân bổ vốn đầu tư của nền kinh tế cũng như triển vọng phát triển của từng ngành nghề kinh doanh. Thông thường, những ngành nghề có số lượng thương vụ nhiều, giá trị thương vụ lớn, với sự tham gia của nhiều nhà đầu tư nước ngoài là những ngành có triển vọng tăng trưởng và phát triển trong tương lai.

- Hình thức và phương thức thực hiện giao dịch: Sự đa dạng của hình thức thực hiện một thương vụ M&A là một trong những tiêu chí đánh giá mức độ phát triển và hoàn thiện của thị

trường. Đối với các phương thức thực hiện giao dịch, thị trường sẽ công bằng và minh bạch nếu hoạt động M&A được thực hiện trên nguyên tắc thỏa thuận hoặc thiện thiện. Ngược lại, tại các thị trường mà quyền lợi của các nhà đầu tư cũng như DN không được đảm bảo bằng các quy định chặt chẽ, hoạt động thâm tóm hoặc thôn tính DN diễn ra rất thường xuyên, gây ra những ảnh hưởng xấu đến môi trường kinh doanh cũng như tổn hại lợi ích của toàn nền kinh tế.

- Triển vọng hay xu hướng của thị trường: Triển vọng/xu hướng của thị trường được đưa ra trên cơ sở dự đoán, dự báo từ những dữ liệu lịch sử. Căn cứ vào khối lượng, quy mô giao dịch, phân bổ khối lượng và giá trị theo chủ thể, ngành nghề, quốc gia mà các đơn vị tư vấn có cái nhìn về triển vọng của thị trường, ở cấp độ chung cũng như cấp độ chi tiết. Những kết quả này không những phục vụ cho hoạt động điều hành kinh tế vĩ mô mà còn là định hướng cho DN mua/bán trong một thương vụ mua bán, sáp nhập DN tiềm năng.

2. Đánh giá ở cấp độ DN

Việc đánh giá hoạt động của hoạt động M&A ở cấp độ DN được thực hiện qua hai cách. Cách thứ nhất là sử dụng số liệu kế toán để phân tích và đánh giá sự thay đổi về hiệu quả hoạt động của DN trước và sau khi M&A. Cách thứ hai là sử dụng số liệu thị trường để đánh giá tác động của M&A đến lợi ích của các chủ sở hữu. Tác động của hoạt động M&A đối với DN cần được đánh giá thông qua các chỉ tiêu tài chính và các chỉ tiêu phi tài chính. Các chỉ tiêu tài chính được tính toán từ các báo cáo tài chính của DN. Các chỉ tiêu phi tài chính được thể hiện ở các báo cáo quản trị hoặc báo cáo thường niên của công ty, thông qua việc xem xét sự thay đổi của bộ máy quản trị DN, mức lương của người lao động, thị phần, mạng lưới khách hàng, mạng lưới và kênh phân

phối, quan hệ với nhà cung cấp, và trách nhiệm xã hội của DN.

2.1. Cách tiếp cận từ số liệu kế toán

Cách tiếp cận từ số liệu kế toán sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính DN và phân tích tài chính DN để đánh giá sự thay đổi về hiệu quả hoạt động của DN trước và sau khi thực hiện M&A. Phân tích tài chính được thực hiện thông qua tính toán và so sánh các nhóm chỉ số tài chính của DN sáp nhập/DN mua và DN bị sáp nhập/DN mục tiêu trước và sau khi thương vụ được thực hiện thành công.

Các bước tiến hành so sánh, phân tích và đánh giá hiệu quả trước và sau khi thực hiện thương vụ mua bán, sáp nhập gồm.

Đánh giá tổng quan về sự thay đổi nguồn vốn tài sản, doanh thu, chi phí, lợi nhuận của DN mục tiêu/DN bị sáp nhập hoặc DN mua/DN sáp nhập.

Tính toán các nhóm hệ số tài chính, gồm: nhóm các chỉ tiêu đánh giá khả năng thanh toán; nhóm các chỉ tiêu đánh giá cơ cấu nguồn vốn, tài sản; nhóm các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả hoạt động của tài sản; nhóm các chỉ tiêu sinh lời; nhóm các chỉ tiêu đánh giá giá trị thị trường.

Phân tích tài chính không chỉ là đánh giá các chỉ số mà còn là việc so sánh, đối chiếu, và đánh giá trên ba mặt riêng biệt.

Từng chỉ số đã thay đổi như thế nào theo thời gian? Thông tin này cung cấp cho các nhà quản trị ý nghĩa việc đánh giá các xu hướng trong quá khứ và nhìn nhận xu hướng phát triển của DN.

Từng chỉ số khi so sánh với trung bình ngành thì như thế nào? Việc so sánh với con số trung bình ngành có ý nghĩa rất quan trọng để xác định điểm mạnh, điểm yếu của DN, từ đó đưa ra những điều chỉnh phù hợp.

Từng chỉ số khi so sánh với các đối thủ cạnh tranh thì như thế nào? Thông thường thì cạnh tranh giữa

Nghiên cứu trao đổi

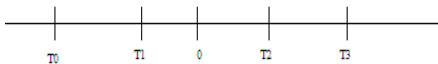
một số đối thủ trong một ngành hay một địa phương khốc liệt hơn trong toàn ngành. Do đó, phân tích các chỉ số tài chính nên bao gồm cả việc so sánh từng chỉ số với những đối thủ cạnh tranh tương tự trong ngành.

2.2. Cách tiếp cận từ số liệu thị trường

Cách tiếp cận từ số liệu thị trường sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để đánh giá xem thị trường phản ứng như thế nào với tuyên bố của DN khi tham gia vào hoạt động M&A.

Phương pháp nghiên cứu sự kiện là một phép thử nhằm đo lường tác động về mặt giá trị của một sự kiện của công ty, chẳng hạn như việc tuyên bố M&A thông qua làm rõ phản ứng của giá cổ phiếu xung quanh ngày tuyên bố sự kiện. Giả định chính của phương pháp nghiên cứu sự kiện là thị trường chứng khoán là thị trường hoàn hảo. Điều này có nghĩa là giá của cổ phiếu sẽ phản ứng nhanh và chính xác thông tin mới được đưa ra. Phương pháp nghiên cứu tình huống được sử dụng để xem xét tác động của những chính sách dự kiến, việc mua DN có thể ảnh hưởng như thế nào đến giá trị của công ty thông qua việc nghiên cứu những sự kiện tương tự trong quá khứ. Ngoài ra, phương pháp này còn được sử dụng để đánh giá xem những sự kiện trước đó tác động như thế nào đến giá trị của công ty.

Trục thời gian để nghiên cứu một sự kiện điển hình được phân chia như sau.



Khoảng thời gian từ T0-T1 là khoảng thời gian ước lượng. Đây là khoảng thời gian được sử dụng để xác định hành vi thông thường của các yếu tố trên thị trường chứng khoán. Thường được sử dụng nhất là mô hình thị trường $R_{jt} = \alpha + \beta_j R_{mt}$ để xác định hành vi thông thường.

Khoảng thời gian từ T1-T2 là khoảng thời gian xung quanh sự kiện. Chúng ta sử dụng dữ liệu ở giai đoạn này, cùng với kết quả ước lượng của α và β của một hoặc nhiều chứng khoán để xác định:

Việc thông báo sự kiện được chờ đợi hay là sự rò rỉ

Hiệu ứng sau khi thông báo, sau bao lâu thì thông tin về sự kiện được hấp thụ vào thị trường

Thời điểm 0 là thời điểm diễn ra sự kiện

Khoảng thời gian từ T2-T3 là khoảng thời gian sau sự kiện. Khoảng thời gian này được sử dụng để xem xét hoạt động của công ty trong dài hạn sau khi xảy ra sự kiện.

Để đánh giá xem những hành vi của công ty có tác động như thế nào đến lợi ích của cổ đông, phương pháp này tính toán tỷ suất sinh lời của cổ phiếu thực sự đóng góp vào tuyên bố của công ty (abnormal return-tỷ suất sinh lời bất thường).

Tỷ suất sinh lời bất thường = Tỷ suất sinh lời thực – tỷ suất sinh lời kỳ vọng

Tỷ suất sinh lời bất thường cho một cổ phiếu thường của công ty j vào ngày thứ t là:

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\alpha_j + \beta_j R_{mt})$$

Hệ số α và β là hệ số ước lượng của công ty j từ mô hình thị trường.

Tỷ suất lợi nhuận bất thường vào ngày thứ t

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_{jt}$$

Tỷ suất sinh lời bất thường tích lũy (CAR) từ ngày T1 đến ngày T2 được tính theo công thức sau:

$$CAR_{T_1, T_2} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{jt}$$

Nói cách khác, CAR chính là tổng của lợi nhuận bất thường

trong một giai đoạn nhất định xoay xung quanh sự kiện.

Kiểm chứng giả thuyết “Sự kiện xảy ra liệu có tác động thực sự đến giá cổ phiếu của công ty?” để kiểm định giả thuyết này, giá trị thống kê của phân phối Student được tính toán theo công thức: $t = (\text{Lợi nhuận bất thường}) / (\text{Sai số chuẩn của tỷ suất sinh lời})$. Theo đó, với giá trị của kiểm định lớn hơn 1,96, giả thuyết “sự kiện xảy ra có tác động thực sự đến giá cổ phiếu của công ty” được chấp nhận ở mức ý nghĩa thống kê 5%.

Kết luận

Có thể thấy, M&A là hoạt động tất yếu trong nền kinh tế thị trường và hội nhập kinh tế quốc tế. Vấn đề đặt ra là làm thế nào để hoạt động này phát huy được những tác động tích cực, hạn chế những tác động tiêu cực đối với DN nói riêng và nền kinh tế nói chung. Vì vậy, việc đánh giá đúng thực trạng và đưa ra giải pháp để phát triển và hoàn thiện hoạt động M&A ở Việt Nam trong giai đoạn tiếp theo là cần thiết, có ý nghĩa cả về lý luận và thực tiễn. ■

Tài liệu tham khảo

1. Phương pháp GT (ground theory), khởi xướng bởi Glasser & Strauss (1967)
2. Phương pháp tình huống là phương pháp xây dựng lý thuyết từ tình huống, đơn hoặc đa tình huống (Eisenhardt, 1989, Nguyễn Đình Thọ, 2011)
3. Bruner (2004) tóm tắt bốn cách để ước lượng khả năng sinh lời của M&A gồm nghiên cứu sự kiện (event study), nghiên cứu số liệu kế toán (accounting study), điều tra giám đốc điều hành, nghiên cứu phòng khám (clinical studies).
4. Diễn đàn M&A Việt Nam 2017: Tim bước đột phá (Báo cáo thị trường M&A Việt Nam 2017 tại Diễn đàn M&A Việt Nam lần 9 ngày 10/8/2017 tại TP. HCM);
5. Diễn đàn M&A Việt Nam 2018: Bước ngoặt mới – Kỳ nguyên mới (Báo cáo thị trường M&A Việt Nam 2018 tại Diễn đàn M&A Việt Nam lần 10 tại TP. HCM).