

Nghiên cứu những yếu tố rủi ro ở giai đoạn sau mua - bán, sáp nhập doanh nghiệp

PHẠM ĐÌNH DZU*
LÊ THỊ ÚT**

Tóm tắt

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả phân tích, đánh giá các yếu tố rủi ro trong giai đoạn sau mua - bán, sáp nhập (M&A) của các doanh nghiệp tại Việt Nam thông qua các phỏng vấn, hội thảo và khảo sát 245 nhân sự là các chuyên gia có kinh nghiệm tại các doanh nghiệp quy mô lớn đã và đang thực hiện các thương vụ M&A. Kết quả nghiên cứu cho thấy, có 7 yếu tố rủi ro dẫn đến mâu thuẫn và tranh chấp sau M&A ở các doanh nghiệp gồm: (i) Pháp lý; (ii) Tài chính; (iii) Văn hóa; (iv) Truyền thông; (v) Nhân sự; (vi) Thương hiệu; (vii) Mục tiêu.

Từ khóa: tranh chấp, rủi ro, hậu M&A, doanh nghiệp, mua - bán, sáp nhập

Summary

Through interviews, seminars and a survey of 245 experienced professionals in large-scale enterprises which have been implementing mergers and acquisitions (M&A) transactions, the authors aim to analyze and evaluate the risk factors in the post-M&A period of companies in Vietnam. The results show that there are 7 risk factors triggering conflicts and disputes after M&A transactions of enterprises, including (i) Legal; (ii) Finance; (iii) Culture; (iv) Media; (v) Personnel; (vi) Brand; (vii) Target.

Keywords: dispute, risk, post-M&A, enterprises, mergers and acquisitions

GIỚI THIỆU

Hoạt động M&A bắt đầu ở Việt Nam vào giai đoạn thập niên 90 và ngày càng phát triển mạnh mẽ hơn. Theo nhóm nghiên cứu thuộc Diễn đàn M&A Việt Nam (MAF Research), Viện Nghiên cứu Đầu tư và Mua bán sáp nhập (CMAC Institute), hoạt động M&A ở Việt Nam gia tăng mạnh mẽ trong 10 năm qua (từ năm 2007-2017). Đặc biệt, giá trị các thương vụ M&A năm 2017 đạt 10 tỷ USD, trong khi con số này trong năm 2019 là 7,2 tỷ USD. Các thương vụ M&A điển hình, như: sự hoán đổi cổ phần giữa Công ty Cổ phần Dịch vụ Thương mại tổng hợp VinCommerce và Công ty TNHH Đầu tư Phát triển Sản xuất nông nghiệp VinEco với Công ty Cổ phần hàng tiêu dùng Masan (Masan Consumer); Ngân hàng Hana (Hàn Quốc) đã mua lại 15% vốn điều lệ của Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV)...

Một nền kinh tế định hướng hội nhập quốc tế, đã khuyến khích các nhà đầu tư nước ngoài vào Việt Nam tìm kiếm cơ hội đầu tư ngày càng tăng. Chính phủ Việt Nam đã xây dựng hành lang pháp lý mang tính rộng mở, tạo ra nhiều cơ hội cho các nhà đầu tư tiến hành M&A. Mặt khác, Việt Nam tham gia nhiều hiệp định thương mại tự do thế hệ mới, như:

Hiệp định Đối tác kinh tế toàn diện khu vực (RCEP), Hiệp định Thương mại tự do giữa Việt Nam và Liên minh châu Âu (EVFTA), Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP)... Điều này sẽ tạo thêm nhiều động lực tích cực hơn cho tự do hóa thương mại, đầu tư trên toàn cầu, cũng như tạo môi trường thuận lợi cho thị trường M&A diễn ra sôi động hơn. Tuy nhiên, các doanh nghiệp Việt Nam còn hạn chế nhiều mặt về: tài chính, công nghệ, quản trị điều hành, thẩm định, đàm phán..., nên khi tiến hành các thương vụ M&A sẽ gặp không ít những rủi ro, đối diện với nguy cơ thất bại trong quá trình thực hiện cũng như giai đoạn sau M&A. Bởi vậy, việc nghiên cứu những vấn đề rủi ro, nhằm giúp kiểm soát, phòng ngừa và tránh hoặc không đối đầu để giải quyết các rủi ro trong giai đoạn sau M&A, là một trong những vấn đề rất quan trọng đối với các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay để các thương vụ này diễn ra thành công.

* Trường Đại học Lao động - Xã hội (Cơ sở II)

Ngày nhận bài: 17/5/2021; Ngày phản biện: 10/7/2021; Ngày duyệt đăng: 20/7/2021

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Cơ sở lý thuyết

Luật Doanh nghiệp (năm 2020) định nghĩa: "Hợp nhất công ty là hai hay một số công ty có thể hợp nhất thành một công ty mới, đồng thời chấm dứt tồn tại của các công ty bị hợp nhất". Còn "Sáp nhập công ty là một hoặc một số công ty có thể sáp nhập vào một công ty khác 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". Những khái niệm này cho thấy, trong mối quan hệ của hoạt động M&A có rất nhiều yếu tố cần được xem xét, đánh giá kỹ càng và thận trọng trước khi đưa ra quyết định thực hiện M&A, đồng thời phải có những biện pháp phòng ngừa bất trắc, rủi ro xảy ra trong quá trình tổ chức hoạt động kinh doanh sau M&A.

B. S. Chui (2011) đưa ra mô hình quản lý rủi ro cho M&A, nhằm tối đa hóa thành công trong các thương vụ M&A. Trong mô hình nghiên cứu này, tác giả đưa ra các tiêu chí về quản lý rủi ro. Theo đó, tiêu chí B1 bao gồm: Hoạt động M&A xử lý theo trình tự rủi ro, Rủi ro trì hoãn dự án M&A. Tiêu chí B2 gồm: Rủi ro chi phí vận hành, Rủi ro chi phí trong quy trình M&A. Tiêu chí B3 gồm: Rủi ro kết quả M&A, Rủi ro tương thích trong M&A, Rủi ro tích hợp M&A.

Trong nghiên cứu của mình, Hatem El Zuhairy, Ahmed Taher và Ingy Shafei (2015) đề xuất các yếu tố giúp M&A thành công, như: Động cơ; Yếu tố thành công và Các chỉ số thành công. Nhóm tác giả còn đề cập đến các yếu tố mà lãnh đạo doanh nghiệp không quan tâm dẫn đến M&A thất bại, như: Sự hợp nhất nguồn nhân lực với cấu trúc doanh nghiệp, Phong cách quản lý, Kỳ vọng của nhân viên và Chính sách của doanh nghiệp.

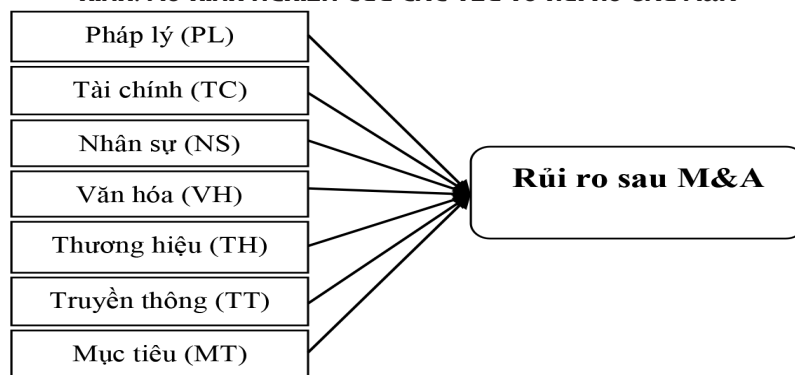
Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở lý thuyết và lược khảo các nghiên cứu trước đây về những yếu tố rủi ro dẫn đến M&A thất bại, nhóm tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu (Hình) và giả thuyết nghiên cứu tại Bảng 1.

Phương pháp nghiên cứu

Cuối năm 2020, nhóm tác giả đã gửi bảng câu hỏi khảo sát trực tuyến đến 245 chuyên gia giàu kinh nghiệm ở các doanh nghiệp có quy mô lớn đã và đang thực hiện các thương vụ M&A trên cả

HÌNH: MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU CÁC YẾU TỐ RỦI RO SAU M&A



BẢNG 1: GIẢ THUYẾT KỲ VỌNG VỚI CÁC YẾU TỐ

Ký hiệu	Tên yếu tố	Giả thuyết
H1	Pháp lý (PL)	Yếu tố PL có tác động dương đến Rủi ro sau M&A
H2	Tài chính (TC)	Yếu tố TC có tác động dương đến Rủi ro sau M&A
H3	Nhân sự (NS)	Yếu tố NS có tác động dương đến Rủi ro sau M&A
H4	Văn hóa (VH)	Yếu tố VH có tác động dương đến Rủi ro sau M&A
H5	Thương hiệu (TH)	Yếu tố TH có tác động dương đến Rủi ro sau M&A
H6	Truyền thông (TT)	Yếu tố TT có tác động dương đến Rủi ro sau M&A
H7	Mục tiêu (MT)	Yếu tố MT có tác động dương đến Rủi ro sau M&A

Nguồn: Nhóm tác giả đề xuất

nước. Trong tổng số 225 phiếu khảo sát thu về, sau khi loại bỏ các phiếu không hợp lệ, nhóm tác giả đưa 215 phiếu thỏa mãn điều kiện nghiên cứu vào phân tích, đánh giá trên phần mềm SPSS (*Bài viết sử dụng cách viết số thập phân theo chuẩn quốc tế*).

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Phân tích hệ số tin cậy Cronbach's Alpha

Kết quả ở Bảng 2 cho thấy, sau khi loại một biến không đạt yêu cầu (biến TC3), các biến còn lại đều có hệ số Cronbach's Alpha > 0.6. Tất cả các hệ số tương quan biến tổng > 0.5. Bởi vậy, các biến đều đạt yêu cầu để thực hiện các bước đánh giá tiếp theo.

Phân tích nhân tố khám phá (EFA)

Biến độc lập

Kết quả phân tích EFA cho thấy, KMO (của các biến độc lập) = 0.901, là phù hợp (Bảng 3). Các biến độc lập đều đảm bảo hai điều kiện là giá trị hội tụ và phân biệt, đồng thời các Factor loading > 0.5, do đó các biến trong mô hình là quan trọng (Bảng 4).

Biến phụ thuộc

Phân tích EFA biến phụ thuộc cho thấy, hệ số KMO = 0.721 là phù hợp. Giá trị Sig. (Bartlett's Test) = 0.000 (Sig. < 0.05), các biến quan sát có tương quan với nhau trong tổng thể.

Phân tích tương quan Pearson

Kết quả phân tích tương quan cho thấy, tất cả các biến thuộc 7 yếu tố trên đều đạt yêu cầu (Bảng 5).

Phân tích hồi quy tuyến tính bội

Vì Sig. giữa từng biến độc lập với biến phụ thuộc đều nhỏ hơn 0.05, nên không biến nào bị loại. R² hiệu

BẢNG 2: TỔNG HỢP ĐỘ TIN CẬY CRONBACH'S ALPHA THEO MÔ HÌNH

Các yếu tố	Hệ số Cronbach's Alpha	Hệ số tương quan biến tổng nhỏ nhất	Số biến quan sát ban đầu	Số biến quan sát còn lại
Pháp lý (PL)	.824	.571	5	5
Tài chính (TC)	.767	.527	5	4
Nhân sự (NS)	.841	.584	6	6
Văn hóa (VH)	.844	.571	5	5
Thương hiệu (TH)	.852	.609	5	5
Truyền thông (TT)	.827	.549	6	6
Mục tiêu (MT)	.850	.550	6	6
Rủi ro sau M&A	.828	.666	3	3

BẢNG 3: KIỂM ĐỊNH KMO VÀ BARTLETT

Hệ số KMO		.901
Kiểm định Bartlett	Chi bình phương xấp xỉ	2997.206
	Bậc tự do	528
	Sig.	.000

BẢNG 4: MA TRẬN XOAY NHÂN TỐ

	Nhân tố						
	1	2	3	4	5	6	7
MT3	.696						
MT5	.684						
MT4	.622						
MT6	.621						
MT1	.605						
MT2	.534						
TT2		.672					
TT1		.637					
TT5		.618					
TT3		.581					
TT6		.559					
TT4		.546					
NS3			.718				
NS6			.673				
NS4			.646				
NS1			.623				
NS5			.581				
PL2				.654			
PL1				.651			
PL5				.639			
PL4				.619			
PL3				.585			
TH1					.750		
TH3					.681		
TH5					.658		
TH2					.653		
VH1						.766	
VH2						.674	
VH3						.582	
VH5						.559	
TC4							.628
TC5							.538
TC2							.480

Nguồn: Nhóm tác giả nghiên cứu

chính là $0.663 = 66.3\%$. Điều này có nghĩa các biến độc lập khi chạy hồi quy ảnh hưởng tới 66.3% sự thay đổi của biến phụ thuộc.

Trong khi đó, phân tích Anova cũng cho thấy, Sig. kiểm định $F = 0.00 < 0.05$, nên mô hình hồi quy có ý nghĩa suy rộng ra tổng thể.

Thực hiện bước hồi quy không có nhân tố nào bị loại, do giá trị Sig. kiểm định t của từng biến độc lập

đều < 0.05 . Với hệ số VIF của các biến độc lập đều < 10 , điều này khẳng định không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến (Bảng 6).

Kết quả nghiên cứu cho thấy, giá trị trung bình Mean gần bằng 0, độ lệch chuẩn là 0.984, gần bằng 1, nên phân phối phân dư xấp xỉ chuẩn. Do đó, giả thiết phân phối chuẩn của phần dư không bị vi phạm. Các điểm phân vị trong phân phối của phần dư tập trung thành 1 đường chéo, nên giả định phân phối chuẩn của phần dư cũng không bị vi phạm. Phần dư chuẩn hóa phân bố tập trung xung quanh đường hoành độ 0, nên giả định quan hệ tuyến tính không bị vi phạm.

KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý QUẢN TRỊ

Kết luận

Mô hình nghiên cứu được nhóm tác giả xây dựng với 7 biến độc lập, gồm: Pháp lý (PL), Tài chính (TC), Nhân sự (NS), Văn hóa (VH), Thương hiệu (TH), Truyền thông (TT), Mục tiêu (MT). Kết quả nghiên cứu chỉ ra, 7 yếu tố trên đều gây rủi ro cho doanh nghiệp trong giai đoạn sau M&A. Kết quả này giúp các nhà quản lý doanh nghiệp có biện pháp xây dựng kế hoạch, chiến lược để tránh và phòng ngừa các rủi ro có thể xảy ra trong giai đoạn sau M&A.

Hàm ý quản trị

Đối với yếu tố Pháp lý: M&A tại Việt Nam ngày càng phát triển mạnh, nhưng xu hướng áp đảo là nó được thực hiện bởi rất nhiều nhà đầu tư nước ngoài. Những kinh nghiệm về thủ tục pháp lý của các bên liên quan trong M&A nghiêng về nhà đầu tư lớn từ nước ngoài vào thị trường Việt Nam. Đây là bất lợi đối với doanh nghiệp Việt Nam. Từ thực tế này, rất cần các tổ chức tư vấn pháp lý cho quá trình M&A tại Việt Nam diễn ra chuyên nghiệp hơn. Vì vậy, các doanh nghiệp Việt Nam cần: đánh giá kỹ các điều kiện thực hiện hoạt động đầu tư có vốn từ nước ngoài theo quy định của pháp luật đầu tư; kiểm soát tập trung kinh tế theo pháp luật cạnh tranh, tránh hạn chế cạnh tranh, triệt tiêu cạnh tranh hay độc quyền trên thị trường; thẩm định kỹ tình trạng pháp lý của các bên tham gia M&A về: quan hệ pháp lý nội bộ của các cổ đông, thành viên doanh nghiệp, chủ sở hữu các tài sản liên quan; hồ sơ các dự án; quyền sử dụng bất động sản; các hợp đồng, thỏa thuận hợp tác đầu tư,

hợp đồng với người lao động; xem xét các hợp đồng tín dụng, vay ngân hàng, mua bán chuyển nhượng cổ phần, hợp đồng mua bán tài sản...

Đối với yếu tố Tài chính: Rủi ro tài chính thường xuất hiện khi xảy ra các tranh chấp sau M&A. Các khoản nợ được thỏa thuận ngầm của một bên, là vấn đề khó khăn trong giải quyết về tài chính. Hoạt động mua bán cổ phiếu chỉ được các ngân hàng tài trợ không quá 5%, dẫn đến khó khăn trong thu xếp tài chính...

Đối với yếu tố Nhân sự: Cần tránh những vấn đề, như: không thống nhất trong nội bộ về nhân sự, nhất là đội ngũ quản lý cấp cao; không thống nhất về chiến lược, phương hướng hoạt động của doanh nghiệp sau M&A; bất đồng trong phân chia quyền lực; nhân sự chủ chốt rời công ty, trong khi đang nắm giữ bí quyết sản xuất kinh doanh.

Đối với yếu tố Văn hóa: Tính đa văn hóa trong công ty mới là rào cản lớn nhất cho việc thống nhất về chiến lược, cách hiểu để triển khai kế hoạch kinh doanh. Cần quan tâm đến các vấn đề về: đối xử với nhân viên; lương và phúc lợi; phong cách lãnh đạo, quản lý, quản trị công ty...

Đối với yếu tố Thương hiệu: Quan điểm về sự đánh giá và quan tâm đến giá trị thương hiệu của các quốc gia, các nhóm lãnh đạo thường khác nhau. Ví dụ như ở Singapore, có 38% doanh nghiệp chú trọng đến yếu tố thương hiệu, còn tỷ lệ này ở Malaysia là khoảng 50%, trong khi ở Việt Nam chỉ là 4,8% (Samir Dixit, 2019). Ý thức chú trọng thương hiệu chưa cao, dẫn đến các doanh nghiệp Việt Nam đánh mất giá trị công ty khi giao dịch M&A, đến khi nhận ra thì quá muộn và gây ra mâu thuẫn. Gây dựng thương hiệu mới đồng nghĩa với đánh mất thương hiệu cũ đã tồn tại lâu đời, là quyết định khó khăn và đầy rủi ro trong M&A của các doanh nghiệp.

BẢNG 5: PHÂN TÍCH TƯƠNG QUAN

		F_RRHMA	F_TC	F_TH	F_MT	F_TT	F_PL	F_NS	F_VH
F_RRHMA	Tương quan Pearson	1	.606**	.587**	.614**	.584**	.593**	.497**	.515**
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
	N	215	215	215	215	215	215	215	215
F_TC	Tương quan Pearson	.606**	1	.395**	.493**	.438**	.507**	.419**	.425**
	Sig. (2-tailed)	.000		.000	.000	.000	.000	.000	.000
	N	215	215	215	215	215	215	215	215
F_TH	Tương quan Pearson	.587**	.395**	1	.362**	.434**	.402**	.313**	.328**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000		.000	.000	.000	.000	.000
	N	215	215	215	215	215	215	215	215
F_MT	Tương quan Pearson	.614**	.493**	.362**	1	.482**	.428**	.346**	.446**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000		.000	.000	.000	.000
	N	215	215	215	215	215	215	215	215
F_TT	Tương quan Pearson	.584**	.438**	.434**	.482**	1	.431**	.339**	.362**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000		.000	.000	.000
	N	215	215	215	215	215	215	215	215
F_PL	Tương quan Pearson	.593**	.507**	.402**	.428**	.431**	1	.451**	.333**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000		.000	.000
	N	215	215	215	215	215	215	215	215
F_NS	Tương quan Pearson	.497**	.419**	.313**	.346**	.339**	.451**	1	.347**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000	.000		.000
	N	215	215	215	215	215	215	215	215
F_VH	Tương quan Pearson	.515**	.425**	.328**	.446**	.362**	.333**	.347**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
	N	215	215	215	215	215	215	215	215

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

BẢNG 6: PHÂN TÍCH HỒI QUY

Mô hình	Hệ số hồi quy chưa chuẩn hóa		Hệ số hồi quy chuẩn hóa	t	Sig.	Kiểm tra đa cộng tuyến	
	B	Sai số chuẩn	Beta			Độ chấp nhận	Hệ số phóng đại phương sai
(Constant)	.147	.147		.998	.319		
F_TC	.122	.041	.154	2.958	.003	.585	1.710
F_TH	.172	.034	.239	5.095	.000	.718	1.393
F_MT	.159	.038	.210	4.134	.000	.613	1.632
F_TT	.125	.040	.155	3.121	.002	.640	1.562
F_PL	.128	.038	.170	3.347	.001	.614	1.629
F_NS	.082	.034	.112	2.393	.018	.716	1.396
F_VH	.097	.036	.126	2.687	.008	.711	1.406

Nguồn: Nhóm tác giả nghiên cứu

Đối với yếu tố Truyền thông: Do nhận định mang tính cá nhân của các nhà đầu tư, nên thường xảy ra tiêu cực trong truyền thông. Đôi khi giá trị cổ phiếu công ty đi xuống, nên có rất nhiều doanh nghiệp chọn sự im lặng một thời gian, chờ ổn định sau M&A.

Đối với yếu tố Mục tiêu: Sau M&A, nhiều doanh nghiệp không theo đúng mục tiêu đã thống nhất ban đầu, làm sai lệch và không theo đuổi tầm nhìn khi tổ chức đó đặt ra. Sau M&A, nhiều doanh nghiệp tập trung mở rộng và phát triển vào ngành nghề khác. □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Quốc hội (2020). *Luật Doanh nghiệp*, số 59/2020/QH14, ngày 17/06/2020
- Báo Đầu tư, AVM Vietnam (2020). *Diễn đàn M&A Việt Nam*, truy cập từ <http://mavietnamforum.com/sukien/>
- Thanh Hồ (2019). *Thương hiệu hậu M&A - Nâng cao giá trị cũ hay tạo mới?*, truy cập từ <https://petrotimes.vn/thuong-hieu-hau-ma-nang-cao-gia-tri-cu-hay-tao-moi-555318.html>
- B. S. Chui (2011). A Risk Management Model for Merger and Acquisition, *International Journal of Engineering Business Management*, 3(2), 37-44
- Hatem El Zuhairy, Ahmed Taher, Ingy Shafei (2015). Post-mergers and Acquisitions: Themotives, success factors anh keysuccessindicators, *Eurasian Journal of Business and Management*, 3(2), 1-11