

MỤC LỤC

PHẦN I: ĐẶT VẤN ĐỀ	4
1.Lí do chọn đề tài.....	4
2.Tình hình nghiên cứu	5
3.Mục tiêu nghiên cứu	5
4.Đối tượng, phạm vi nghiên cứu	5
5.Phương pháp nghiên cứu	5
6.Cơ cấu đề tài.....	6
PHẦN II: NỘI DUNG, KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU	7
CHƯƠNG I: CỞ SỞ LÝ LUẬN VỀ TỔ CHỨC TÀI CHÍNH, PHƯƠNG THỨC THANH TOÁN TRONG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP	7
1.1.Tổng quan về mua bán và sáp nhập	7
1.1.1.Khái niệm về mua bán và sáp nhập.....	7
1.1.2.Phân loại M&A.....	8
1.1.3.Vai trò M&A	11
1.2.Phương thức thanh toán trong mua bán và sáp nhập và các yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn phương thức thanh toán trong mua bán và sáp nhập.....	12
1.3.Khái niệm tổ chức tài chính.....	14
1.3.1.Khái niệm.....	14
1.3.2.Phân loại.....	15
1.4.Khuôn khổ pháp lý về hoạt động M&A của Việt Nam.....	20
1.5.Tổng quan nghiên cứu trong nước và nước ngoài.....	21
1.5.1. Các nghiên cứu nước ngoài.....	21
1.5.2. Các nghiên cứu trong nước	21
1.6.Mô hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu.....	22
CHƯƠNG 2: CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN SỰ LỰA CHỌN PHƯƠNG THỨC THANH TOÁN TRONG M&A CỦA CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH VIỆT NAM	25
2.1. Tình hình M&A tại Việt Nam từ 2011 đến 2017	25
2.1.1. Số thương vụ và tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam (2011-2017).....	25
2.1.2. Cơ cấu ngành, lĩnh vực trong hoạt động M&A tại Việt Nam.....	28

2.1.3. Các nhà thầu chủ yếu trong hoạt động M&A tại Việt Nam	30
2.1.4. Một số thương vụ M&A tiêu biểu tại Việt Nam.....	32
2.2. Tình hình M&A của các tổ chức tài chính tại Việt Nam (2011-2017)	34
2.2.1. Số thương vụ và tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính	34
2.2.2. Một số thương vụ M&A tiêu biểu của các tổ chức tài chính tại Việt Nam	40
2.2. Các yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn phương thức thanh toán trong M&A của các tổ chức tài chính Việt Nam.....	44
1.2.1.Đặc điểm của mẫu nghiên cứu	44
2.2.2.Các yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A	45
2.3.Đánh giá và thảo luận.....	49
CHƯƠNG 3: MỘT SỐ GỢI Ý VÀ KHUYẾN NGHỊ VỀ PHƯƠNG THỨC THANH TOÁN PHÙ HỢP VỚI ĐẶC ĐIỂM VÀ TÍNH CHẤT CỦA CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH Ở VIỆT NAM.....	50
3.1. Định hướng phát triển M&A trong thời gian tới của Việt Nam trong lĩnh vực tài chính – ngân hàng	50
3.2.Xu hướng lựa chọn phương thức thanh toán chủ yếu của các tổ chức tài chính Việt Nam hiện nay.....	51
3.3.Tình hình M&A tại Việt Nam của các công ty tài chính 6 tháng đầu năm 2018 và đưa ra sự lựa chọn trong phương thức thanh toán trong M&A đối với các thương vụ.....	53
3.4.Một số điểm cần lưu ý khi áp dụng mô hình sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A của các tổ chức tài chính tại Việt Nam.....	54
PHẦN III: KẾT LUẬN	55
1.Kết luận	55
2.Hạn chế của đề tài.....	56
PHỤ LỤC.....	57
TÀI LIỆU THAM KHẢO	58

DANH MỤC BẢNG, BIỂU

Bảng 1.1	Các biến độc lập và dấu kỳ vọng trong mô hình Probit
Bảng 2.1	Số thương vụ và tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam (2011-2017)
Bảng 2.2	Chênh lệch giữa các năm về số thương vụ và tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam (2011-2017)
Bảng 2.3	Số thương vụ M&A tại Việt Nam theo ngành, lĩnh vực (2011-2017)
Bảng 2.4	Số thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính
Bảng 2.5	Chênh lệch số thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính (2011-2017)
Bảng 2.6	Tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính (2011-2017)
Bảng 2.7	Chênh lệch tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính (2011-2017)
Bảng 2.8	Một số thương vụ M&A tiêu biểu của các tổ chức tài chính tại Việt Nam (2011-2017)
Bảng 2.9	Thông tin về các biến độc lập trong phương trình ban đầu
Bảng 2.10	Kết quả mô hình hồi quy Probit
Bảng 2.11	Ma trận tương quan các biến độc lập
Bảng 3.1	Một số thương vụ 6 tháng đầu năm 2018 lĩnh vực tài chính, ngân hàng, bảo hiểm
Biểu đồ 2.1	Số thương vụ và tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam (2011-2017)
Biểu đồ 2.2	Tỷ trọng các thương vụ M&A thuộc các lĩnh vực của Việt Nam (2011-2017)
Biểu đồ 2.3	Số thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính (2011-2017)
Biểu đồ 2.4	Tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính (2011-2017)

PHẦN I: ĐẶT VẤN ĐỀ

1. Lí do chọn đề tài

Lựa chọn M&A và các yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A (hoặc bằng tiền mặt hoặc bằng hoán đổi cổ phiếu) là đối tượng chính cho nghiên cứu này xuất phát từ nhiều lý do. M&A hiện đang là một hoạt động kinh doanh mới nổi ở Thị trường Việt Nam, giúp doanh nghiệp thực hiện nhiều mục tiêu khác nhau. M&A có thể là giải pháp tái cơ cấu doanh nghiệp và ngân hàng, tiến tới đáp ứng các tiêu chuẩn mới về quản trị doanh nghiệp. M&A cũng là cơ hội mở rộng thị trường, mở rộng đối tác, mở rộng quy mô hoạt động... Đến nay, ở thị trường Việt Nam đã bắt đầu có các doanh nghiệp chuyên thực hiện M&A để hưởng lợi nhuận. Gần đây, thị trường M&A được tiếp tục tạo đà một cách trực tiếp và gián tiếp từ một số chính sách mới. Tiêu biểu và mới nhất là chính sách nới rộng sở hữu cho nhà đầu tư nước ngoài áp dụng từ giữa năm 2015 đã tạo nên một làn sóng M&A mạnh mẽ, hứa hẹn mang lại nhiều tác động tích cực và góp phần đẩy nhanh hơn các chuyển động trong nền kinh tế. Tất cả đó là những tín hiệu của một thị trường M&A đang phát triển. Thế nhưng, M&A là một hoạt động đầy rủi ro và tỷ lệ không thành công rất cao, ghi nhận từ các thị trường Quốc tế và ngay cả ở Việt Nam. Vậy, đâu là những yếu tố quyết định sự thành bại của M&A, đặc biệt ở thị trường Việt Nam? Đây là một câu hỏi mà cho đến nay, ở Việt Nam chưa có nhiều nghiên cứu giải quyết và công bố. Thực tiễn cho thấy sự cần thiết một nghiên cứu nghiêm túc về vấn đề này, riêng cho đặc thù của Việt Nam.

Nghiên cứu sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A cho các tổ chức tài chính Việt Nam sẽ mang lại kết quả nghiên cứu dự kiến hữu dụng và sẽ là những căn cứ khoa học và thực tiễn, giúp doanh nghiệp tham khảo khi đưa ra các quyết định M&A trong tương lai. Ngoài ra, ở góc độ vĩ mô, kết quả nghiên cứu cũng có thể sử dụng như những gợi ý cho việc xây dựng chính sách mở rộng thị trường M&A Việt Nam trong tương lai. Xuất phát từ lý do thực tiễn đó, tác giả lựa chọn nghiên cứu đề tài ***“Các yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A cho các tổ chức tài chính Việt Nam”***

2. Tình hình nghiên cứu

Trên thế giới thì đã có rất nhiều hoạt động M&A. Do đó cũng có nhiều nghiên cứu về sự tác động M&A đến lợi nhuận NHTM. Tuy nhiên, trong nước hoạt động M&A chỉ mới phát triển mạnh mẽ ở Việt Nam trong những năm gần đây nên đề tài nghiên cứu trong lĩnh vực này còn hạn chế. Do vậy việc kết hợp các công trình trên thế giới và các công trình trong nước góp phần hoàn thiện dần về lĩnh vực nghiên cứu liên quan này.

3. Mục tiêu nghiên cứu

3.1. Mục tiêu tổng quát

Từ việc hệ thống hoá lý thuyết và thực nghiệm liên quan đến sự lựa chọn phương thức thanh toán trong hoạt động M&A ở Việt Nam, tiến hành nghiên cứu những yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt, bằng hoán đổi cổ phiếu hoặc hỗn hợp đối với các tổ chức tài chính của Việt Nam. Từ đó gợi ý phương thức thanh toán phù hợp các đặc điểm thương vụ M&A của các tổ chức tài chính Việt Nam.

3.2. Mục tiêu cụ thể

- Hệ thống hóa lý thuyết và thực nghiệm từ hoạt động M&A ở Việt Nam
- Nghiên cứu sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A, hoặc bằng tiền mặt hoặc bằng hoán đổi cổ phiếu đối với các tổ chức tài chính của Việt Nam
- Từ những kết quả phân tích được đưa ra các gợi ý phương thức thanh toán phù hợp các đặc điểm thương vụ M&A đối với các tổ chức tài chính của Việt Nam.

4. Đối tượng, phạm vi nghiên cứu

4.1. Đối tượng nghiên cứu

Sự lựa chọn phương thức thanh toán trong M&A đối với các tổ chức tài chính Việt Nam

4.2. Phạm vi nghiên cứu

- Thời gian: 2011 – 2017
- Không gian: các tổ chức tài chính Việt Nam có thực hiện các thương vụ M&A trong 7 năm 2011 – 2017

5. Phương pháp nghiên cứu

5.1. Dữ liệu

Dữ liệu cần thiết cho nghiên cứu này dự kiến bao gồm dữ liệu về các thương vụ M&A trong nền kinh tế Việt Nam, dữ liệu về bên mua và bên bán và một số dữ liệu vĩ mô. Các dữ liệu này đều có thể khai thác qua hệ thống báo cáo tài chính của doanh nghiệp có M&A.

Ngoài ra, dữ liệu này khả thi, có thể khai thác từ các cơ sở dữ liệu sau đây: Stoxplus; Zephyr; Datastream, Cơ sở dữ liệu của Ủy ban chứng khoán và cơ sở dữ liệu của Cục cạnh tranh, Bộ Công thương.

5.2. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu phối hợp giữa các phương pháp định tính và định lượng. Các phương pháp này được phối hợp nhằm tìm kiếm các dạng luận cứ khác nhau (khẳng định, phủ định, những lập luận và những giải thích thay thế, những thông tin phản hồi, phản biện) nhằm làm rõ các những luận điểm, các giả thuyết đặt ra xung quanh vấn đề nghiên cứu.

Trong đó,

Phần định tính tập trung vào ba công cụ sau:

- Nghiên cứu tài liệu
- Phương pháp phỏng vấn sâu
- Và các công cụ bán thống kê.

Phần định lượng tập trung vào 3 công cụ sau:

- Thống kê mô tả (Descriptives statistics)
- Ước lượng Probit (Probit estimates)

6. Cơ cấu đề tài

Chương 1: Cơ sở lý luận và mua bán và sáp nhập (M&A), sự lựa chọn phương thức thanh toán trong M&A

Chương 2: Phân tích sự lựa chọn phương thức thanh toán cho M&A của các tổ chức tài chính Việt Nam

Chương 3: Gợi ý phương thức thanh toán phù hợp trong các thương vụ M&A của các tổ chức tài chính Việt Nam

PHẦN II: NỘI DUNG, KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU
CHƯƠNG I: CỞ SỞ LÝ LUẬN VỀ TỔ CHỨC TÀI CHÍNH, PHƯƠNG THỨC
THANH TOÁN TRONG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP

1.1. Tổng quan về mua bán và sáp nhập

1.1.1. Khái niệm về mua bán và sáp nhập

Yadaw AK và Kumar BR (2005) cho rằng sáp nhập và mua lại (M&A) là một phương tiện trong kinh tế mà các doanh nghiệp sử dụng để mở rộng danh mục sản phẩm, nhập mới thị trường, tiếp thu công nghệ mới, tiếp cận với nghiên cứu và phát triển, khả năng tiếp cận các nguồn tài nguyên cho phép các công ty cạnh tranh trên quy mô toàn cầu.

Theo Mallikariunappa, T. & P Nayak (2007) mua lại là một phần hành động kiểm soát hiệu quả của một công ty đối với tài sản hoặc quản lý (mua tài sản mua cổ phiếu, giành quyền kiểm soát thông qua hội đồng quản trị) của một công ty khác mà không cần sự kết hợp hay thống nhất về mặt tổ chức trước. Nói chung một công ty mua lại (công ty đi mua) sẽ kiểm soát hiệu quả hơn các công ty mục tiêu bằng cách mua lại cổ phần đa số của công ty đó. Tuy nhiên, hiệu quả kiểm soát có thể được thực hiện chỉ cần với một số lượng ít cổ phần hơn bình thường thường dao động từ 10% đến 40% bởi vì các cổ đông còn lại phân bố rải rác và tồn tại các nhóm quyền lợi, không có khả năng thách thức sự kiểm soát của việc mua lại thâm tóm.

Theo Kishoe & Ravi M. (2009) sáp nhập được cho là xảy ra khi hai hay nhiều công ty kết hợp thành một công ty. Sáp nhập được định nghĩa là một giao dịch liên quan đến hai hoặc nhiều hơn các công ty trong trao đổi chứng khoán và chỉ có một công ty tồn tại. Khi các cổ đông của nhiều công ty, hai công ty hoặc nhiều hơn quyết định dành nguồn lực của công ty dưới một tổ chức bao trùm nó được gọi là sáp nhập, một công ty mới được hình thành được gọi là hợp nhất.

Theo thông lệ quốc tế và cách hiểu của nhiều nước trên thế giới, mua lại và sáp nhập (M&A) được định nghĩa như sau:

Merger (sáp nhập): sáp nhập xảy ra khi hai công ty, thường là các công ty có cùng quy mô, đồng ý tiến tới thành lập một công ty mới hơn và duy trì sở hữu và hoạt động của các công ty thành phần. Chứng khoán của các công ty thành phần sẽ được

xóa bỏ và công ty mới sẽ phát hành chứng khoán thay thế. Các công ty bị sáp nhập sẽ chấm dứt hoạt động, công ty mới được thành lập và phát hành chứng khoán thay thế.

Acquisition (mua lại): Mua lại là hoạt động thông qua đó các công ty tìm kiếm lợi ích kinh tế nhờ quy mô, hiệu quả và khả năng chiếm lĩnh thị trường. Khác với sáp nhập, các công ty thu tóm sẽ mua công ty mục tiêu, không có sự thay đổi về chứng khoán hoặc sự hợp nhất thành một công ty mới. Dưới góc độ pháp lý, công ty mục tiêu bị chấm dứt sự tồn tại, công ty mua sẽ có quyền kiểm soát, quản lý và quyết định hoạt động kinh doanh của công ty mục tiêu, chứng khoán của công ty mua vẫn tiếp tục được giao dịch. Công ty mục tiêu sẽ chấm dứt hoạt động, chứng khoán của công ty thu tóm vẫn tiếp tục được giao dịch bình thường.

Theo thông tư 36/2015/TT-NHNN sáp nhập và hợp nhất được định nghĩa như sau:

Sáp nhập tổ chức tín dụng: là việc một hoặc một số tổ chức tín dụng (sau đây gọi là tổ chức tín dụng bị sáp nhập) chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp sang một tổ chức tín dụng khác (sau đây gọi là tổ chức tín dụng nhận sáp nhập), đồng thời chấm dứt sự tồn tại của tổ chức tín dụng bị sáp nhập.

Hợp nhất tổ chức tín dụng: là việc hai hoặc một số tổ chức tín dụng (sau đây gọi là tổ chức tín dụng bị hợp nhất) chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp để hình thành một tổ chức tín dụng mới (sau đây gọi là tổ chức tín dụng hợp nhất), đồng thời chấm dứt sự tồn tại của các tổ chức tín dụng bị hợp nhất.

1.1.2. Phân loại M&A

Phân loại sáp nhập

Căn cứ vào mối quan hệ cạnh tranh giữa các bên liên quan với nhau trong hoạt động sáp nhập, sáp nhập sẽ chia thành sáp nhập ngang sáp nhập dọc và sáp nhập tổ (Luu Minh Đức, 2007).

Sáp nhập ngang (Horizontal Merger): là sự sáp nhập giữa hai công ty kinh doanh trong cùng một lĩnh vực. Kết quả từ thương vụ này sẽ đem lại cho bên sáp nhập cơ hội mở rộng thị trường, kết hợp giảm thiểu chi phí cố định, tăng cường hiệu quả kênh phân phối.

Sáp nhập theo chiều dọc (Vertical Merger): là sự sáp nhập giữa hai công ty nằm trên cùng một chuỗi cung ứng, các công ty đảm nhận một qui trình khác nhau

trong quá trình sản xuất và cung ứng sản phẩm, dịch vụ dẫn tới sự mở rộng về phía trước hoặc phía sau của công ty sáp nhập trên cuối cung ứng đó. Do đó, sáp nhập dọc gồm có:

Sáp nhập tiến: thương vụ này diễn ra khi một công ty mua lại công ty phân phối sản phẩm của mình, hình thành nên một công ty mới với sự tham gia vào chuỗi giá trị gần như khép kín.

Sáp nhập lùi: thương vụ này diễn ra khi một công ty mua lại công ty cung cấp nguyên liệu đầu vào của mình.

Sáp nhập tổ hợp: là sự sáp nhập diễn ra giữa hai hay nhiều công ty không có cùng lĩnh vực kinh doanh nhằm mục đích đa dạng hóa hoạt động kinh doanh.

Căn cứ vào cấu trúc của doanh nghiệp sáp nhập lại được chia ra thành nhiều loại (Nguyễn Thường Lạng và Nguyễn Quỳnh Thư, 2008):

Sáp nhập mở rộng thị trường: là hoạt động sáp nhập diễn ra đối với hai công ty bán cùng loại sản phẩm nhưng ở những thị trường khác nhau về mặt địa lí.

Sáp nhập mở rộng sản phẩm: là hoạt động sáp nhập diễn ra giữa hai công ty cung cấp những sản phẩm khác nhau nhưng có liên quan với nhau trên cùng một thị trường.

Sáp nhập cùng ngành (hay còn gọi là sáp nhập ngang): diễn ra đối với hai công ty cùng cạnh tranh trực tiếp và chia sẻ cùng dòng sản phẩm và thị trường.

Sáp nhập dọc: diễn ra đối với các doanh nghiệp trong chuỗi cung ứng như giữa một công ty với khách hàng hoặc nhà cung cấp của công ty đó.

Sáp nhập tập đoàn: diễn ra khi hai công ty không có cùng lĩnh vực kinh doanh nhưng muốn đa dạng hóa hoạt động, kinh doanh đa ngành nghề.

Phân loại hợp nhất (mua lại hay thu tóm)

Căn cứ vào hoạt động mua lại có thể chia hoạt động mua lại thành hai hoạt động chính: LBO (leveraged buyout)- mua quyền kiểm soát của một công ty trên vốn của chính mình kết hợp với nợ tài trợ từ ngân hàng và MBO (management buyout)- thu mua bằng nghiệp vụ quản lý (Copeland & Weston, 2001)

Mua lại dựa trên vay nợ (LBO): xảy ra khi một công ty giành phần lớn quyền kiểm soát công ty mục tiêu thông qua việc đi vay nợ. Hiểu một cách chung nhất đây là chiến lược trong đó công ty mua lại sẽ đi vay một lượng tiền lớn để trả cho các chi phí

mua lại. Thông thường, ngoài tài sản của chính mình thì công ty thực hiện mua lại cũng sử dụng luôn tài sản của công ty mục tiêu để đảm bảo cho khoản vay của mình. Mục tiêu của chiến lược này cho phép công ty có thể tiến hành mua lại mà không cần có lượng vốn lớn trong tay.

Mua lại cổ phần để giữ quyền quản lý (MBO): là hình thức mua lại cổ phần của hội đồng quản trị của một công ty để khôi phục quyền quản lý sau khi đã bị một số nhà đầu tư thôn tính bằng hình thức LBO, với tư cách là mua lại cổ phần theo kiểu vay nợ đầu cơ (LBO), có thể nhiều công ty cùng tham gia mua lại một công ty mục tiêu. Do đó, sự cạnh tranh trong hoạt động này khốc liệt, với tình thế này các cổ công trong công ty mục tiêu được lợi. Trước tình thế bị ép giá hoặc có nguy cơ bị thôn tính, hội đồng quản trị của công ty mục tiêu cần có biện pháp nhằm giữ quyền sở hữu cũng như quản lý của mình. Đó là MBO. Thực hiện phương thức “mua lại cổ phần giữ quyền quản lý” cũng có nhiều cách. Một là, họ đi tìm một “hiệp sĩ tốt bụng” (white knight)- một người thân thiện với họ hơn và có thể trả giá cao hơn để bán, sau khi “hiệp sĩ tốt bụng” này đã nắm được cổ phần trong tay, các cổ đông có thể thương lượng với hiệp sĩ để mua lại cổ phần chứng khoán này và vẫn duy trì được quyền sở hữu công ty. Hai là, họ cũng có thể tái cơ cấu vốn của công ty mình: đi vay tiền (vay ngân hàng hoặc phát hành trái phiếu) để mua lại chứng khoán từ các cổ đông khác, sau đó cho các cổ đông khác ra đi, sau đó rút công ty ra khỏi thị trường chứng khoán.

Căn cứ vào thái độ của công ty mục tiêu, có thể phân chia hoạt động Mua lại thành mua lại hợp tác và mua lại không hợp tác (Patrick A. Gaugh, 2010).

Mua lại hợp tác (Friendly acquisition): là hoạt động mua lại doanh nghiệp khi được ban điều hành, quản trị của công ty mục tiêu hoan nghênh. Việc mua lại (thôn tính) có thể bắt nguồn từ lợi ích chung của cả hai bên.

Mua lại bất hợp tác (Hostile acquisition): là hoạt động mua lại doanh nghiệp mà không có sự ủng hộ của ban điều hành, quản trị của công ty mục tiêu. Việc thôn tính có thể ảnh hưởng xấu đến hoạt động của công ty mục tiêu và đôi khi gây tổn hại đến cả bên thôn tính. Hoạt động này diễn ra khi công ty thôn tính thực hiện mua lại cổ phiếu công ty mục tiêu thông qua phương thức lôi kéo cổ đông bất mãn, mua gom cổ phiếu trên thị trường chứng khoán và các phương pháp mà không có sự đồng thuận của ban điều hành công ty mục tiêu.

1.1.3. Vai trò M&A

Đối với bên bán (bị sáp nhập): M&A đáp ứng được nhu cầu của công ty bị sáp nhập hoặc công ty mục tiêu, trong các trường hợp như người lãnh đạo của công ty này mong muốn được nghỉ hưu, thiếu người nối nghiệp, công ty gặp phải rủi ro, không có khả năng để phát triển kinh doanh, thiếu vốn để phát triển, không có khả năng để đa dạng hóa sản phẩm ảnh hưởng của tuổi tác và sức khỏe, bất đồng quan điểm giữa các cổ đông, mất đi nhân sự chủ chốt hoặc khách hàng chiến lược, được chào mua với giá hấp dẫn.

Đối với bên mua (bên sáp nhập): M&A đáp ứng đủ nhu cầu và mục đích của công ty chủ động tiến hành hoạt động M&A như: mong muốn phát triển mở rộng cơ hội tăng trưởng lợi nhuận, đa dạng hóa thị trường, sản phẩm mua lại đối thủ cạnh tranh, sử dụng nguồn vốn dư thừa, chiếm lĩnh được kênh phân phối, sự cần thiết về nhân sự chủ chốt, tiếp cận kỹ thuật công nghệ mới, điều chỉnh chiến lược kinh doanh.

Sự cộng hưởng đem lại ý nghĩa rất lớn sau một hoạt động M&A thành công, hoạt động M&A kì vọng sẽ đem lại giá trị lớn hơn gấp nhiều lần so với giá trị của từng bên riêng lẻ ban đầu. Đây cũng chính là dấu hiệu cuối cùng cho thấy sự thành công hay thất bại của một thương vụ M&A.

Các lợi ích từ hoạt động M&A của ngân hàng (Nguyễn Quang Minh, 2015).

Lợi thế nhờ quy mô: hai hay nhiều ngân hàng sáp nhập với nhau sẽ tạo nên một giá trị cộng hưởng nhờ lợi thế về qui mô được mở rộng hơn về vốn, con người, số lượng chi nhánh phong giao dịch, đa dạng dịch vụ sản phẩm.

Tận dụng được hệ thống khách hàng: sau khi sáp nhập ngân hàng mới sẽ kế thừa hệ thống khách hàng của ngân hàng trước đó, khách cũng được cung cấp những dịch vụ mới hấp dẫn tiện nghi hơn.

Thu hút được nhân sự giỏi: sự phát triển “nóng” của ngành ngân hàng Việt Nam nói chung và NHTMCP nói riêng trong những năm gần đây đã làm cho thị trường nhân lực trở nên khan hiếm về đội ngũ cán bộ có kinh nghiệm, năng lực chuyên môn, có kĩ năng quản lý. Khi hai hay nhiều ngân hàng tiến hành sáp nhập sẽ tạo ra một đội ngũ nhân sự lớn để chọn lọc hình thành nên đội ngũ cán bộ mới tiềm năng.

Gia tăng giá trị doanh nghiệp: việc sáp nhập ngân hàng lại với nhau sẽ tận dụng được lợi thế kinh doanh trên quy mô, giảm bớt chi phí mở rộng hoạt động kinh doanh, cắt giảm nhân sự dư thừa thiếu hiệu quả, tận dụng được hệ thống khách hàng để phát triển sản phẩm hỗ trợ, mở rộng lĩnh vực kinh doanh.

1.2. Phương thức thanh toán trong mua bán và sáp nhập và các yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn phương thức thanh toán trong mua bán và sáp nhập

Lựa chọn phương thức thanh toán M & A là một khía cạnh quan trọng của giao dịch M & A thành công. Một số nghiên cứu trước đây đã tập trung vào các phương thức thanh toán M & A. Các nghiên cứu như Hansen (1987), Yook et al. (1999), Wansley và cộng sự. (1987) và Fishman (1989) đã phát triển các lý thuyết và phân tích phương thức thanh toán trong M & A dựa trên thông tin bất đối xứng. Một số nghiên cứu tương tự như Martin (1996), Barbopoulos và Sudarsanam (2012), Boateng và Bi (2013) và Kalinowska & Mielcarz (2014) phân tích các yếu tố quyết định của phương thức thanh toán M & A. Một vài nghiên cứu thực nghiệm và lý thuyết, như Travlos (1987), Alexandridis và Travlos (2010) và Ladkani và Banerjee (2012) những người chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt hơn là chọn phương thức thanh toán cổ phiếu. Theo Jensen (1986) số lượng tiền mặt lớn và khả năng trả nợ của các công ty mua lại thích phương thức thanh toán tiền mặt trong thương vụ M & A hơn là phương thức thanh toán cổ phiếu. Các yếu tố tài chính của các công ty mua lại như tiền mặt, đòn bẩy, tài sản thế chấp và lợi nhuận trực tiếp ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn phương thức thanh toán trong các giao dịch M & A (Chaney, Lovata, & Philipich, 1991; Boateng & Bi, 2013).

Theo Travlos (1987), khi các giao dịch M & A được tài trợ với cổ phiếu, lợi nhuận bất thường là âm, nhưng theo phương thức thanh toán bằng tiền mặt, nó cho thấy lợi nhuận dương. Tương tự, Antoniou và Zhao (2004) ủng hộ lợi nhuận bất thường của người mua thấp hơn đáng kể trong trường hợp phương thức thanh toán cổ phiếu so với phương thức thanh toán tiền mặt và hỗn hợp. Trong cùng một dòng nghiên cứu, các nghiên cứu thực nghiệm khác nhau mang lại bằng chứng về lợi nhuận cao hơn cho công ty mục tiêu thông qua cung cấp tiền mặt M & As Deal. (Huang & Walkling, 1987; Eckbo & Langohr, 1989). Fuller và Glatzer (2003) tập trung vào việc mua lại qua biên giới bởi người mua của Hoa Kỳ và các phương thức

thanh toán của họ để mua lại các mục tiêu nước ngoài. Họ thấy rằng lợi nhuận của người đầu tư cao hơn trong phương thức thanh toán bằng tiền mặt.

Các nghiên cứu như Amihud et al. (1990), Martin (1996), Yook và cộng sự. (1999) và Faccio và Masulis (2005) đã nghiên cứu mối liên hệ giữa quyền sở hữu quản lý của công ty mua lại và phương thức thanh toán của M & A và nhận thấy rằng, các nhà quản lý của công ty mua lại muốn tài trợ bằng phương thức thanh toán tiền mặt vì giữ quyền kiểm soát quyền sở hữu. Tài trợ cổ phiếu làm loãng quyền kiểm soát quyền sở hữu mua lại công ty. Amihud et al. (1990) đã xác minh rằng, phương thức thanh toán cổ phiếu có liên quan tiêu cực đến quyền sở hữu bên trong. Martin (1996) đã phân tích mối quan hệ giữa quyền sở hữu quản lý và cơ hội đầu tư với phương thức thanh toán trong mua lại doanh nghiệp và phương thức thanh toán cổ phiếu được sử dụng tại thời điểm cơ hội tăng trưởng của người đầu tư cao hơn. Trong lĩnh vực ngân hàng, khi quy mô của công ty mục tiêu tương đối cao hơn việc mua lại công ty thì khả năng sử dụng cổ phiếu hoặc kết hợp tiền mặt và cổ phiếu là phương thức thanh toán của thương vụ M & A (Grullon et al. 1997). Boone et al. (2014) nhấn mạnh vào phương thức thanh toán hỗn hợp và thực nghiệm chứng minh rằng phương thức thanh toán hỗn hợp là phương pháp được sử dụng nhiều hơn trong hầu hết các giao dịch M & A gần đây.

Phương thức thanh toán M & A ảnh hưởng đến chi phí quảng cáo của người đầu tư. Devos, Elliott và Karim (2013) đã xem xét mối quan hệ giữa phương thức thanh toán của M & A và chi phí quảng cáo của người đầu tư và kết luận rằng chi phí quảng cáo của người đầu tư trong giai đoạn M & A trước là tương đối cao trong trường hợp giao dịch dựa trên chứng khoán so với giao dịch M & A dựa trên tiền mặt. Tương tự, Yung, Sun và Rahman (2013) đã khám phá mối quan hệ giữa chất lượng thu nhập của người đầu tư và phương thức thanh toán của M & A và chỉ ra rằng phương thức thanh toán bằng tiền mặt có liên quan đến chất lượng thu nhập dài hạn.

Các nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến giả thuyết thuế như Niden (1986), Eckbo và Langohr (1989) và Franks et al. (1988) cho rằng phương thức thanh toán tiền mặt tốn kém hơn phương thức thanh toán cổ phiếu vì lý do thuế ngay lập tức.

- ***Phương thức thanh toán bằng tiền mặt***

Tiền mặt là hình thức thanh toán phổ biến nhất và đơn giản nhất để mua cổ phần và tài sản của một công ty khác. Tiền mặt được sử dụng trong giao dịch M & A có thể được Công ty mua lại từ các nguồn nội bộ hoặc thông qua khoản nợ bổ sung. Ưu điểm chính của phương thức thanh toán tiền mặt là bản sắc công ty và cơ cấu sở hữu vẫn không thay đổi. Tuy nhiên, nhược điểm của phương pháp này là cần phải nộp thuế ngay cho các cổ đông mục tiêu.

- ***Phương thức thanh toán bằng cổ phiếu***

Phương thức thanh toán cổ phiếu là phương thức thanh toán không dùng tiền mặt trong đó các công ty mua lại phát hành cổ phiếu sở hữu riêng cho công ty mục tiêu như là việc xem xét mua hàng của thỏa thuận. Theo phương pháp này, cả hai công ty thu tóm và công ty mục tiêu đều chia sẻ kết quả giao dịch M & A. Phần quan trọng của phương pháp này là xác định tỷ lệ trao đổi hợp lý. Tỷ lệ trao đổi và tỷ lệ giá - thu nhập của các công ty là hai yếu tố quan trọng ảnh hưởng đáng kể đến lợi ích thực tế cho các cổ đông của các công ty mua lại những người chọn cổ phiếu làm phương thức thanh toán cho các giao dịch M & A. Thông thường nó là một phương pháp lý tưởng để tài trợ cho một thương vụ M & A trong trường hợp tỷ lệ giá - thu nhập của công ty mua lại tương đối cao hơn so với công ty mục tiêu.

- ***Phương pháp thanh toán hỗn hợp***

Phương thức thanh toán hỗn hợp là kết hợp cả phương thức thanh toán bằng tiền mặt và không dùng tiền mặt. Trong phương thức thanh toán này, việc xem xét mua hàng được thực hiện thông qua một hỗn hợp tiền mặt, cổ phiếu và nợ.

1.3. Khái niệm tổ chức tài chính

1.3.1. Khái niệm

Trong kinh tế học tài chính, tổ chức tài chính là tổ chức có chức năng cung cấp các dịch vụ tài chính cho các khách hàng hoặc các thành viên. Dịch vụ tài chính quan trọng nhất mà các tổ chức tài chính cung cấp là hoạt động như các trung gian tài chính. Phần lớn các tổ chức tài chính được đặt dưới sự kiểm soát chặt chẽ của nhà nước.

Theo định nghĩa rộng, có ba loại hình tổ chức tài chính chủ yếu:

- Các tổ chức tài chính chấp nhận tiền gửi và cho vay, bao gồm các ngân hàng, quỹ tín dụng, quỹ thế chấp, các công ty quản lý các tài sản ủy thác hay vốn đầu tư (trust company), quỹ nhà ở (building society).
- Các công ty bảo hiểm và các quỹ hưu trí
- Các công ty môi giới chứng khoán, quỹ đầu tư ủy thác

1.3.2. Phân loại

1.3.2.1. Ngân hàng thương mại

Khái niệm

Ngân hàng thương mại đã hình thành, tồn tại và phát triển gắn liền với sự phát triển của kinh tế hàng hoá. Sự phát triển của hệ thống ngân hàng thương mại đã có tác động rất lớn và quan trọng đến quá trình phát triển của nền kinh tế hàng hoá, ngược lại kinh tế hàng hoá phát triển mạnh mẽ đến giai đoạn cao của nó – kinh tế thị trường – thì ngân hàng thương mại cũng ngày càng được hoàn thiện và trở thành những định chế tài chính không thể thiếu được.

Luật các tổ chức tín dụng: NHTM là tổ chức tín dụng được thực hiện toàn bộ **hoạt động ngân hàng** và các hoạt động kinh doanh khác có liên quan vì mục tiêu lợi nhuận theo quy định của Luật Các tổ chức tín dụng và các quy định khác của pháp luật. (Nghị định số 59/2009/NĐ-CP của Chính phủ về tổ chức và hoạt động của NHTM)

Theo Luật Ngân hàng nhà nước:

Hoạt động ngân hàng là hoạt động kinh doanh tiền tệ và dịch vụ ngân hàng với nội dung thường xuyên là nhận tiền gửi và sử dụng số tiền này để cấp tín dụng, cung ứng dịch vụ thanh toán.

Như vậy ngân hàng thương mại là định chế tài chính trung gian quan trọng vào loại bậc nhất trong nền kinh tế thị trường. Nhờ hệ thống định chế này mà các nguồn tiền vốn nhàn rỗi sẽ được huy động, tạo lập nguồn vốn tín dụng to lớn để có thể cho vay phát triển kinh tế.

Từ đó có thể nói bản chất của ngân hàng thương mại được thể hiện qua các điểm sau:

- Ngân hàng thương mại là một tổ chức kinh tế

– Ngân hàng thương mại hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực tiền tệ tín dụng và dịch vụ ngân hàng

Phân loại

Dựa vào hình thức sở hữu

(i) Ngân hàng thương mại Quốc doanh (State owned Commercial bank):

Là ngân hàng thương mại được thành lập bằng 100% vốn ngân sách nhà nước. Trong tình hình hiện nay để tăng nguồn vốn và phù hợp với xu thế hội nhập tài chính với thế giới các ngân hàng thương mại quốc doanh Việt Nam đang phát hành trái phiếu để huy động vốn; đã và đang cổ phần hóa để tăng sức cạnh tranh với các chi nhánh ngân hàng nước ngoài và các ngân hàng cổ phần hiện nay.

(ii) Ngân hàng thương mại cổ phần (joint Stock Commercial bank): Là ngân hàng thương mại được thành lập dưới hình thức công ty cổ phần. Trong đó một cá nhân hay pháp nhân chỉ được sở hữu một số cổ phần nhất định theo qui định của ngân hàng nhà nước Việt nam.

(iii) Ngân hàng liên doanh (thuộc loại hình tổ chức tín dụng liên doanh): Là Ngân hàng được thành lập bằng vốn liên doanh giữa một bên là ngân hàng thương mại Việt nam và bên khác là ngân hàng thương mại nước ngoài có trụ sở đặt tại Việt nam, hoạt động theo pháp luật ở Việt Nam.

(iv) Chi nhánh ngân hàng nước ngoài: là ngân hàng được thành lập theo pháp luật nước ngoài, được phép mở chi nhánh tại Việt Nam, hoạt động theo pháp luật Việt Nam

(v) NHTM 100% vốn nước ngoài: là NHTM được thành lập tại VN với 100% vốn điều lệ thuộc sở hữu nước ngoài; trong đó phải có một ngân hàng nước ngoài sở hữu trên 50% vốn điều lệ (ngân hàng mẹ). NHTM 100% vốn nước ngoài được thành lập dưới hình thức công ty TNHH một thành viên hoặc từ hai thành viên trở lên, là pháp nhân VN, có trụ sở chính tại VN.

Dựa vào chiến lược kinh doanh

(i) Ngân hàng bán buôn: là loại ngân hàng chỉ giao dịch và cung ứng dịch vụ cho đối tượng khách hàng doanh nghiệp chứ không giao dịch với khách hàng cá nhân.

(ii) Ngân hàng bán lẻ: là loại ngân hàng giao dịch và cung ứng dịch vụ cho đối tượng khách hàng cá nhân.

(iii) Ngân hàng vừa bán buôn vừa bán lẻ: là loại ngân hàng giao dịch và cung ứng dịch vụ cho cả khách hàng doanh nghiệp lẫn khách hàng cá nhân.

Dựa vào tính chất hoạt động

(i) Ngân hàng chuyên doanh: là loại ngân hàng chỉ hoạt động chuyên môn trong một lĩnh vực như nông nghiệp, xuất nhập khẩu, đầu tư...

(ii) Ngân hàng kinh doanh tổng hợp: là loại NH hoạt động ở mọi lĩnh vực kinh tế và thực hiện hầu như tất cả các nghiệp vụ mà một NH có thể được phép thực hiện.

Các nghiệp vụ NHTM

(i) Nghiệp vụ huy động nguồn vốn là hoạt động tiền đề có ý nghĩa đối với bản thân ngân hàng cũng như đối với xã hội. Trong nghiệp vụ này, ngân hàng thương mại được phép sử dụng những công cụ và biện pháp cần thiết mà luật pháp cho phép để huy động các nguồn tiền nhàn rỗi trong xã hội làm nguồn vốn tín dụng để cho vay đối với nền kinh tế. Thành phần nguồn vốn của ngân hàng thương mại gồm: Vốn điều lệ (Statutory Capital), Các quỹ dự trữ (Reserve funds), Vốn huy động (Mobilized Capital), Vốn đi vay (Borrowed Capital), Vốn tiếp nhận (Trust capital), Vốn khác (Other Capital)

(ii) Nghiệp vụ cho vay và đầu tư là nghiệp vụ sử dụng vốn quan trọng nhất, quyết định đến khả năng tồn tại và hoạt động của ngân hàng thương mại. Đây là các nghiệp vụ cấu thành bộ phận chủ yếu và quan trọng của tài sản Có của ngân hàng. Thành phần tài sản Có của ngân hàng bao gồm: Dự trữ (Reserves), Cho vay (loans), Đầu tư (Investment), Tài sản Có khác (Other Assets)

(iii) Nghiệp vụ Trung gian: Những dịch vụ ngân hàng ngày càng phát triển vừa cho phép hỗ trợ đáng kể cho nghiệp vụ khai thác nguồn vốn, mở rộng các nghiệp vụ đầu tư, vừa tạo ra thu nhập cho ngân hàng bằng các khoản tiền hoa hồng, lệ phí... có vị trí xứng đáng trong giai đoạn phát triển hiện nay của ngân hàng thương mại. Các hoạt động này gồm:

+ Các dịch vụ thanh toán thu chi hộ cho khách hàng (chuyển tiền, thu hộ séc, dịch vụ cung cấp thẻ tín dụng, thẻ thanh toán..)

+ Nhận bảo quản các tài sản quý giá, các giấy tờ chứng thư quan trọng của công chúng

- + Bảo quản, mua bán hộ chứng khoán theo uỷ nhiệm của khách hàng
- + Kinh doanh mua bán ngoại tệ, vàng bạc đá quý
- + Tư vấn tài chính, giúp đỡ các công ty, xí nghiệp phát hành cổ phiếu, trái phiếu...

1.3.2.2. Các tổ chức tài chính phi ngân hàng

- Công ty bảo hiểm

Khái niệm

Công ty bảo hiểm (insurance company) là định chế tài chính cung cấp nhiều loại hình bảo hiểm khác nhau để bảo vệ cá nhân và doanh nghiệp, chống lại những rủi ro về tổn thất tài chính bằng cách tập hợp rủi ro của rất nhiều người đóng bảo hiểm. Nhờ số liệu thu thập được trong quá khứ, chuyên viên bảo hiểm có thể tính toán xác suất xuất hiện của một biến cố nhất định, chẳng hạn xác suất bị hỏa hoạn của các hộ gia đình trong một khu vực nhất định, và tính mức thiệt hại do mỗi biến cố gây ra. Dựa vào những thông tin này, chuyên viên bảo hiểm ước tính mức phí bảo hiểm cần thiết và thu phí bảo hiểm để đáp ứng yêu cầu chi trả tiền bảo hiểm và đảm bảo mức lợi nhuận hợp lý. (Nguyễn Văn Ngọc, Từ điển Kinh tế học, Đại học Kinh tế Quốc dân)

- + Huy động vốn: ngoài vốn huy động ban đầu, công ty tài chính huy động vốn bằng cách bán ra các hợp đồng bảo hiểm với trách nhiệm bù đắp tổn thất khi người mua bảo hiểm gặp rủi ro

- + Cho vay và đầu tư: đặc biệt đầu tư vào các loại trái phiếu

Phân loại

- + Bảo hiểm rủi ro: bảo hiểm cháy, tai nạn, mất mát tài sản,.. Cho phép san sẻ thiệt hại giữa những người tham gia bảo hiểm

- + Bảo hiểm nhân thọ: mang tính tiết kiệm vì nếu kết thúc hợp đồng bảo hiểm mà người mua bảo hiểm vẫn sống thì sẽ nhận được số tiền đã đóng bảo hiểm trước đó cộng với một mức bảo tức nhỏ.

- Công ty tài chính

Khái niệm

Theo Frederick S Min Kin “ Công ty tài chính là công ty thu hút vốn bằng cách phát hành thương phiếu hoặc cổ phiếu và trái khoán (thường là các món tiền nhỏ) đặc biệt thích hợp với nhu cầu của các doanh nghiệp và người tiêu dùng”

Theo ND-CP số 79/2002 thì công ty tài chính là loại hình tổ chức tín dụng phi ngân hàng, với chức năng sử dụng vốn tự có, vốn huy động và các nguồn vốn khác để cho vay, đầu tư, cung ứng các dịch vụ tư vấn tài chính, tiền tệ và thực hiện một số dịch vụ khác theo quy định của pháp luật, nhưng không được làm dịch vụ thanh toán, không được nhận tiền gửi dưới một năm.

+ Huy động vốn: Nhận tiền gửi của tổ chức, Phát hành chứng chỉ tiền gửi, kỳ phiếu, tín phiếu, trái phiếu để huy động vốn tổ chức; Vay vốn của tổ chức tín dụng, tổ chức tài chính khác.

+ Cho vay và đầu tư: Cho vay, bao gồm cho vay trả góp, cho vay tiêu dùng; Bảo lãnh ngân hàng; Chiết khấu, tái chiết khấu công cụ chuyển nhượng, các giấy tờ có giá khác; Phát hành thẻ tín dụng, bao thanh toán, cho thuê tài chính

Phân loại

+ Công ty tài chính kinh doanh: phục vụ khách hàng doanh nghiệp với 2 nghiệp vụ chính là (i) Bao thanh toán, chiết khấu khoản phải thu của doanh nghiệp và (ii) Cho thuê tài chính: đặc biệt là các loại máy móc thiết bị chuyên dụng có giá trị lớn.

+ Công ty tài chính người tiêu dùng: cho khách hàng vay tiền với mục đích tiêu dùng. Một số công ty tài chính tiêu dùng là công ty con của nhà sản xuất, cho khách hàng vay tiền để mua sản phẩm công ty mẹ.

- **Công ty chứng khoán:** là công ty cổ phần hoặc công ty TNHH được thành lập, hoạt động theo *Luật chứng khoán* và các quy định khác của pháp luật để thực hiện một, một số nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán theo giấy phép do Ủy ban chứng khoán Nhà nước cấp: môi giới chứng khoán, bảo lãnh phát hành chứng khoán, tư vấn đầu tư chứng khoán, tự doanh chứng khoán.

- **Quỹ đầu tư**

+ Huy động vốn: phát hành chứng chỉ quỹ
+ Đầu tư và quản lý quỹ: công ty quản lý quỹ sẽ sử dụng số tiền huy động được để đầu tư vào các loại chứng khoán nhằm thu lợi nhuận những nhà đầu tư nắm giữ chứng chỉ quỹ.

Phân loại

+ Quỹ đại chúng: quỹ đầu tư chứng khoán thực hiện chào bán chứng chỉ quỹ ra công chúng để huy động vốn. Bao gồm quỹ mở (chứng chỉ quỹ đã chào bán ra công

chúng phải được mua lại theo yêu cầu của nhà đầu tư), quỹ đóng (chứng chỉ quỹ đã chào bán ra công chúng không được mua lại theo yêu cầu của nhà đầu tư)

+ Quỹ thành viên: quỹ đầu tư chứng khoán có số thành viên tham gia góp vốn không vượt quá ba mươi thành viên và chỉ bao gồm thành viên là pháp nhân.

1.4. Khuôn khổ pháp lý về hoạt động M&A của Việt Nam

- **Luật doanh nghiệp:** quy định M&A như một hình thức tổ chức lại doanh nghiệp bao gồm sáp nhập doanh nghiệp và hợp nhất doanh nghiệp. Ngoài ra còn điều chỉnh các cách thức và thủ tục mua cổ phần, mua phần vốn góp, mua lại doanh nghiệp tư nhân, sáp nhập và hợp nhất doanh nghiệp.

- **Luật cạnh tranh:** nhìn nhận M&A dưới góc độ hành vi tập trung kinh tế bao gồm sáp nhập doanh nghiệp, mua lại doanh nghiệp, hợp nhất doanh nghiệp và liên doanh doanh nghiệp. Đưa ra các quy định hạn chế giao dịch M&A dựa trên thị phần kết hợp của các bên tham gia giao dịch

- **Luật Đầu tư:** xem xét M&A là một hình thức đầu tư trực tiếp bao gồm đầu tư sáp nhập và mua lại doanh nghiệp, mua cổ phần hoặc vốn góp để tham gia quản lý đầu tư. Đưa ra các quy định về tỷ lệ góp vốn, mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài đối với một số lĩnh vực ngành nghề và điều kiện sáp nhập, mua lại công ty, chi nhánh. Riêng đối với các tổ chức tín dụng, hoạt động M&A bao gồm các hoạt động hợp nhất, sáp nhập và mua lại và được điều chỉnh cụ thể trong Thông tư 04/2010/TT-NHNN. Đây là lĩnh vực đặc thù và có ảnh hưởng lớn đến nền kinh tế quốc gia nên các điều kiện, thủ tục để thực hiện M&A cũng chi tiết và chặt chẽ hơn so với các lĩnh vực khác

- **Luật thương mại và bộ luật dân sự:** chủ yếu điều chỉnh M&A dưới khía cạnh hợp đồng giữa các bên. Các loại hợp đồng này có thể là hợp đồng mua bán cổ phần, hợp đồng chuyển nhượng phần vốn góp, hợp đồng mua bán tài sản, hợp đồng liên doanh...

- **Luật thuế:** khi thực hiện M&A thông thường sẽ thay đổi lớn về tài chính, các loại thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế thu nhập cá nhân, thuế giá trị gia tăng... sẽ phát sinh vì vậy các bên tham gia phải hoàn tất các nghĩa vụ thuế đối với nhà nước Việt Nam.

- **Luật kế toán:** quy định về việc hợp nhất báo cáo tài chính. Ngoài ra còn được quy định cụ thể tại các văn bản Thông tư số 21/2006/TT-BTC, Thông tư số

161/2007/TT-BTC, Chuẩn mực kế toán số 11 – Hợp nhất kinh doanh, Chuẩn mực kế toán số 25 – Báo cáo tài chính hợp nhất và kế toán khoản đầu tư vào công ty con.

- **Luật kiểm toán:** kiểm tra các hoạt động về tài chính của doanh nghiệp để xác định giá trị tài sản của doanh nghiệp.

- **Luật sở hữu trí tuệ:** điều chỉnh khía cạnh chuyển giao quyền tác giả, công nghệ bí mật kinh doanh giữa các bên.

- **Luật lao động:** yêu cầu các bên tham gia M&A phải thực hiện đúng nghĩa vụ đối với người lao động, tức là các phương án sử dụng lao động khi thương vụ thành công.

Ngoài ra các quy định khác cũng tham gia điều chỉnh hoạt động này như định giá tài sản, hải quan, bất động sản...

1.5. Tổng quan nghiên cứu trong nước và nước ngoài

1.5.1. Các nghiên cứu nước ngoài

▪ Lý thuyết giải thích sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A (M&A payment): (i) bằng tiền mặt; (ii) bằng hoán đổi cổ phiếu và (iii) kết hợp tiền mặt và cổ phiếu. Mỗi phương thức thanh toán có ưu điểm riêng và nhược điểm riêng và câu hỏi đặt ra là phương thức nào cho lại hiệu quả cao hơn và phù hợp với điều kiện như thế nào. (Boateng & Bi, 2014) (Faccio & Masulis, 2005)

▪ Faccio, M., & Masulis, R. W. (2005, 6). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. The journal of finance.

1.5.2. Các nghiên cứu trong nước

▪ Lý thuyết giải thích bản chất của M&A: (Nguyễn Thị Minh Huyền, Phân biệt người mua chiến lược và người mua đầu tư tài chính trong mua bán sáp nhập doanh nghiệp, 2008) (Nguyễn Thị Minh Huyền, Làm rõ khái niệm sáp nhập, 2009)

▪ Duyên, N. N. (2011). Thực trạng và giải pháp đẩy mạnh M&A trong nền kinh tế Việt Nam. Luận án thạc sĩ, Trường Đại học kinh tế TP HCM.

▪ Nguyễn Thị Minh Huyền. (2008, 11). Các động lực của hoạt động mua bán doanh nghiệp ở Việt Nam. Tạp chí Kinh tế và Dự báo, 22.

▪ Nguyễn Thị Minh Huyền. (2008, 12). Phân biệt người mua chiến lược và người mua đầu tư tài chính trong mua bán sáp nhập doanh nghiệp. Tạp chí kinh tế và dự báo.

1.6. Mô hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

Mô hình hồi quy Probit

Mô hình này giúp phân tích sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A, hoặc bằng tiền mặt hoặc hoán đổi cổ phiếu.

Biến phụ thuộc $Y_i \in \{0,1\}$ trong đó $i = 1,2,3$ lần lượt tương ứng với M&A thanh toán bằng tiền mặt, M&A thanh toán bằng hoán đổi cổ phiếu và M&A kết hợp cả hai phương thức kể trên.

$$M\&A_{payment} = \beta_0 + \beta_1 foreign + \beta_2 M\&A_{size} + \beta_3 Bidding + \beta_4 M\&A_{ratio} + \beta_5 Asset + \beta_6 M\&A_{option} + \beta_7 Revenue + \beta_8 Ebitda + \varepsilon_2 \quad (1)$$

$Y_1 = 1$ nếu M&A thanh toán bằng tiền mặt – cash-payment

$Y_1 = 0$ nếu M&A thanh toán không bằng tiền mặt – non-cash payment

Tập hợp các biến giải thích X_i được xác định dựa trên các lý thuyết giải thích về M&A gồm (i) nhóm các biến phản ánh tính chất của thương vụ, (ii) nhóm các biến phản ánh đặc điểm của bên mua và (iii) nhóm các biến phản ánh đặc điểm của bên bán. Tiêu biểu có các biến sau:

$X_1 = Foreign = \{0,1\}$ trong đó $X_1 = 1$ nếu Bên mua là doanh nghiệp nước ngoài. Biến này được tính vào mô hình nhằm xác định tác động của quy định về giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài trong công ty ở Việt Nam. Có thể những ràng buộc này là động lực cho Bên mua nước ngoài ưu tiên sử dụng thanh toán bằng tiền mặt trong M&A vào Việt Nam. (1)

$X_2 = MASize$ Quy mô của thương vụ M&A, đo bằng tiền. Dự kiến Quy mô càng lớn thì xác suất thanh toán chọn thanh toán tiền mặt càng giảm và ngược lại. (1)

$X_3 = Bidding = \{0,1\}$ trong đó $X_3 = 1$ nếu lựa chọn đối tác bên mua thông qua đấu thầu cạnh tranh. Hình thức đấu thầu chọn bên mua trong hoạt động M&A có nhiều lợi thế, trong đó, lợi thế lớn nhất là có thể khảo sát toàn diện thị trường để phát hiện ra những bên mua tiềm năng. Bên cạnh đó, một số lượng lớn bên mua sẽ giúp cho cuộc đấu giá năng động hơn và giúp cho bên bán đạt được mục tiêu tốt nhất. Dự kiến, nếu thực hiện đấu thầu cạnh tranh thì khả năng chọn thanh toán bằng tiền mặt sẽ cao hơn các phương thức đàm phán thỏa thuận trực tiếp với số ít đối tác. (2)(3)

$X_4 = MARatio$ Tỷ lệ M&A trong đó xác định quy mô M&A theo % sở hữu vốn ở công ty mục tiêu. (1)

$X_5 = Asset$ Tổng tài sản của bên bán

$X_6 = M\&A_option = \{0,1\}$ Trong đó $X_6 = 1$: nếu thương vụ là mua bán (M); $X_6 = 0$: nếu thương vụ là sáp nhập (A) (1), (2), (3)

$X_7 = Revenue$ là chỉ tiêu để đánh giá hiện trạng doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả hay không (*biến bổ sung từ thực nghiệm*)

$X_8 = Ebitda$ Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao của bên bán. Đây là chỉ tiêu đánh giá tỷ suất sinh lợi của doanh nghiệp và là chỉ tiêu tốt để đánh giá thực lực của doanh nghiệp (*biến bổ sung từ thực nghiệm*)

Dựa trên cơ sở lý thuyết sự lựa chọn phương thức thanh toán trong M&A, một số biến độc lập được dự báo có trong mô hình nghiên cứu. Các biến độc lập và kỳ vọng dấu về mối quan hệ giữa các biến độc lập với biến phụ thuộc ở phương trình (1) được trình bày tóm tắt trong Bảng 1.1.

Bảng 1.1: Các biến độc lập và dấu kỳ vọng trong mô hình Probit

Biến số	Đo lường	Dấu kỳ vọng
$X_1 = Foreign$	1 = Nước ngoài, 0 = Việt Nam	+
$X_2 = MSize$	Quy mô thương vụ (mil USD)	+/-
$X_3 = Bidding$	1 = Đấu thầu cạnh tranh, 0 = hình thức khác	+
$X_4 = MARatio$	Tỷ lệ mua bán và sáp nhập	+
$X_5 = Asset$	Tổng tài sản bên mua	+/-
$X_6 = M\&A_option$	1 = M, 0 = A	+
$X_7 = Revenue$	Doanh thu	+/-
$X_8 = Ebitda$	Thu nhập trước thuế, lãi vay và khấu hao của bên bán	+/-

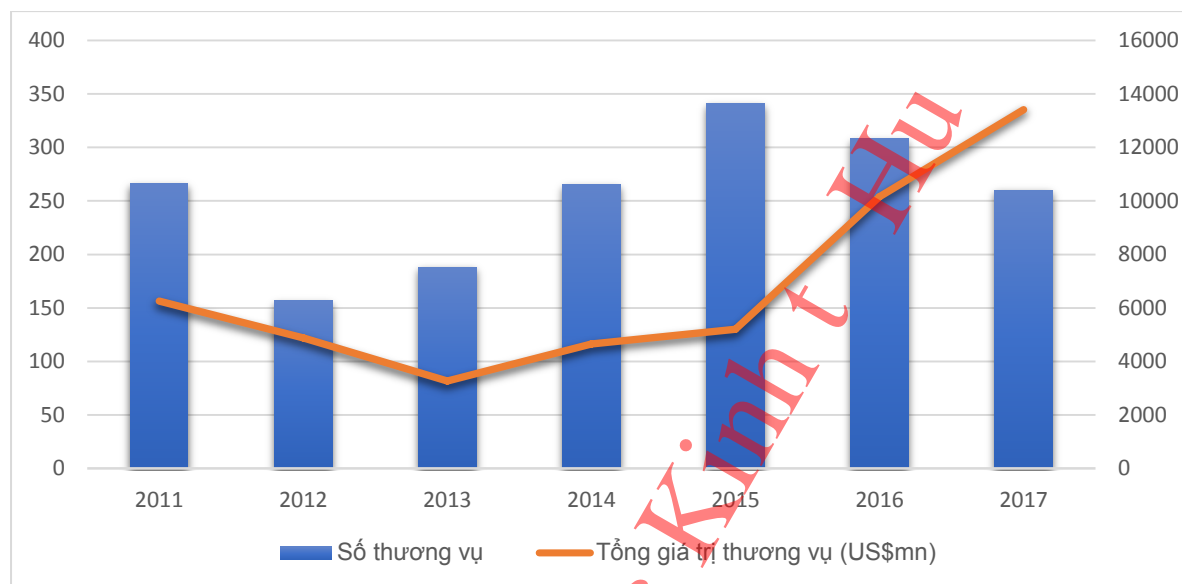
(Nguồn: Tổng hợp từ các kết quả nghiên cứu)

Tr ñng i h c Kinh t Hu

CHƯƠNG 2: CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN SỰ LỰA CHỌN PHƯƠNG THỨC THANH TOÁN TRONG M&A CỦA CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH VIỆT NAM

2.1. Tình hình M&A tại Việt Nam từ 2011 đến 2017

2.1.1. Số thương vụ và tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam (2011-2017)



Biểu đồ 2.1: Số thương vụ và tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam (2011-2017)

Số thương vụ M&A tại Việt Nam từ 2011 đến 2017

Dựa vào bảng 2.1, 2.2 và biểu đồ 2.1, ta thấy tổng số thương vụ M&A tại Việt Nam năm 2011 khá cao với 266 thương vụ. Tuy nhiên năm 2012 thể hiện một sự sụt giảm đáng kể trong tổng số thương vụ M&A được thực hiện tại Việt Nam, cụ thể giảm 109 thương vụ so với 2011 tương đương giảm 40,98%. Lý do chủ yếu là do nền kinh tế Việt Nam chạm đáy trong giai đoạn 2011. Thị trường chứng khoán Việt Nam vấp ngã, làm cho giá trị của các công ty trở sụt giảm và hoạt động kém hiệu quả. Hơn nữa, các công ty chủ yếu dựa vào các ngân hàng để tài trợ, trong khi lãi suất cho vay đã tăng vọt ở mức 19,5%. Tất cả những các yếu tố dẫn đến thị trường M & A hấp dẫn cơ hội và giá trị giao dịch cao trong năm 2011. Từ năm 2012 và năm 2013, nền kinh tế bắt đầu ổn định. Các công ty hiện có thể truy cập tài nguyên tài chính dễ dàng hơn và do đó làm cho M & A ít hơn lựa chọn hấp dẫn. Đây cũng chính là nguyên nhân chủ yếu dẫn đến sự sụt giảm rõ rệt ở năm 2012 với một vài giao dịch lớn và có xu hướng liên quan đến

Bảng 2.1: Số thương vụ và tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam (2011- 2017)

Năm	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Số thương vụ	266	157	188	265	341	308	260
Tổng giá trị thương vụ (US\$ml)	6.257	4.887,6	3.273,14	4.662,9	5.202	10.154,4	13.417,51

*(Nguồn: Stoxplus)***Bảng 2.2: Chênh lệch giữa các năm về số thương vụ và tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam (2011-2017)**

2012/2011		2013/2012		2014/2013		2015/2014		2016/2015		2017/2016	
-109	-40,98	31	19,75	77	40,96	76	28,68	-33	-9,68	-48	-15,59
-1.369,4	-21,89	-1.614,46	-33,03	1.389,76	42,46	539,1	11,56	4.952,4	95,20	3.263,11	32,13

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

các doanh nghiệp vừa từ cả bên mua và bên bán, không có giao dịch khổng lồ nào đáng chú ý trong năm 2012 và 2013.

Những năm sau đó số thương vụ M&A được thực hiện tại Việt Nam thể hiện sự tăng trưởng đều đặn từ 2012 đến 2015. Cụ thể năm 2013 có 188 thương vụ, tăng 31 thương vụ (tương đương tăng 19,75%) so với năm 2012; năm 2014 có 265 thương vụ, tăng 77 thương vụ (tương đương tăng 40,96%) so với năm 2013; năm 2015 có 341 thương vụ, tăng 76 (tương đương tăng 28,68%) so với năm 2014.

Từ năm 2015 đến 2017 thì số thương vụ M&A được thực hiện tại Việt Nam lại có chiều hướng giảm nhẹ. Cụ thể năm 2016 có 308 thương vụ, giảm 33 thương vụ (tương đương giảm 9,68%) so với năm 2015 và năm 2017 có 260 thương vụ giảm 48 thương vụ (tương đương giảm 15,59%) so với năm 2016.

Tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam từ 2011 đến 2017

Dựa vào bảng 2.1, 2.2 và biểu đồ 2.1, ta thấy giai đoạn 2011 – 2012, tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam có xu hướng giảm theo số thương vụ năm 2012 giảm so với 2011. Cụ thể năm 2012 tổng giá trị thương vụ được ghi nhận là 4.887,6 US\$ml, giảm 1.368,4 US\$ml (tương đương giảm 21,89%) so với năm 2011. Tuy nhiên sang năm 2013 mặc dù số thương vụ tăng so với năm trước đó nhưng tổng giá trị thương vụ lại giảm, cụ thể tổng giá trị thương vụ năm 2013 là 3.273,14 US\$ml, giảm 1.614,46 US\$ml (tương đương giảm 33,03%) so với năm 2012. Điều này cho thấy, khối lượng giao dịch trong mỗi thương vụ không lớn so với những năm trước đó và năm 2013 cũng không có giao dịch nào đáng chú ý.

Giai đoạn 2013 – 2015, đi kèm với tốc độ tăng số lượng thương vụ M&A thì tổng giá trị thương vụ trong giai đoạn này cũng thể hiện tốc độ tăng trưởng. Tuy nhiên nếu như năm 2014 được ghi nhận với sự tăng trưởng mạnh trong tổng giá trị giao dịch thì sang năm 2015 mặc dù có nhiều thương vụ được thực hiện hơn năm 2014 nhưng hầu hết các thương vụ này có tổng giá trị giao dịch không lớn bằng năm trước đó. Cụ thể, tổng giá trị thương vụ năm 2014 là 4.662,9 US\$ml, tăng 1.389,76 US\$ml (tương đương tăng 42,46%) so với năm 2013 và tổng giá trị thương vụ năm 2015 là 5.202 US\$ml tăng 529,1 US\$ml (tương đương tăng 11,56%) so với năm 2014.

Giai đoạn 2015 – 2017, điều đặc biệt trong giai đoạn này là mặc dù số lượng thương vụ M&A giảm đáng kể, nhưng tổng giá trị thương vụ trong giai đoạn này lại

có xu hướng tăng. Hoạt động M&A trong giai đoạn này diễn ra xu hướng tăng và đạt kỷ lục trong năm 2017 với các nhà thầu của những giao dịch khổng lồ trong nước, cũng như các nhà đầu tư nước ngoài. Các hoạt động M&A trong năm 2017 thiết lập mức cao kỷ lục mới với nhảy vọt trong tổng giá trị thỏa thuận. Cụ thể tổng giá trị thương vụ năm 2016 là 10.154,4 US\$ml, tăng 4.952,4 US\$ml (tương đương tăng 95,2%) so với năm 2015 và tổng giá trị thương vụ năm 2017 là 13.417,51 US\$ml, tăng 3.263,11 US\$ml (tương đương tăng 32,13%) so với năm 2016. Nguyên nhân chính dẫn đến điều này là do môi trường của Việt Nam đã cung cấp nhiều cơ hội cho nước ngoài nhà đầu tư. Chính phủ Việt Nam đã có cam kết tạo ra một công bằng và hấp dẫn môi trường kinh doanh cho nhà đầu tư nước ngoài, và liên tục cải thiện pháp lý khuôn khổ và các tổ chức liên quan đến kinh doanh và đầu tư. Chính phủ cũng đã thúc đẩy trong việc tái cơ cấu nền kinh tế, cũng như tăng cường khả năng cạnh tranh quốc gia. Chính sách thương mại thuận lợi và FTA giữa Việt Nam và các nước khác hoàn toàn nâng cao độ tin cậy và minh bạch trong chính sách của chính phủ.

2.1.2. Cơ cấu ngành, lĩnh vực trong hoạt động M&A tại Việt Nam

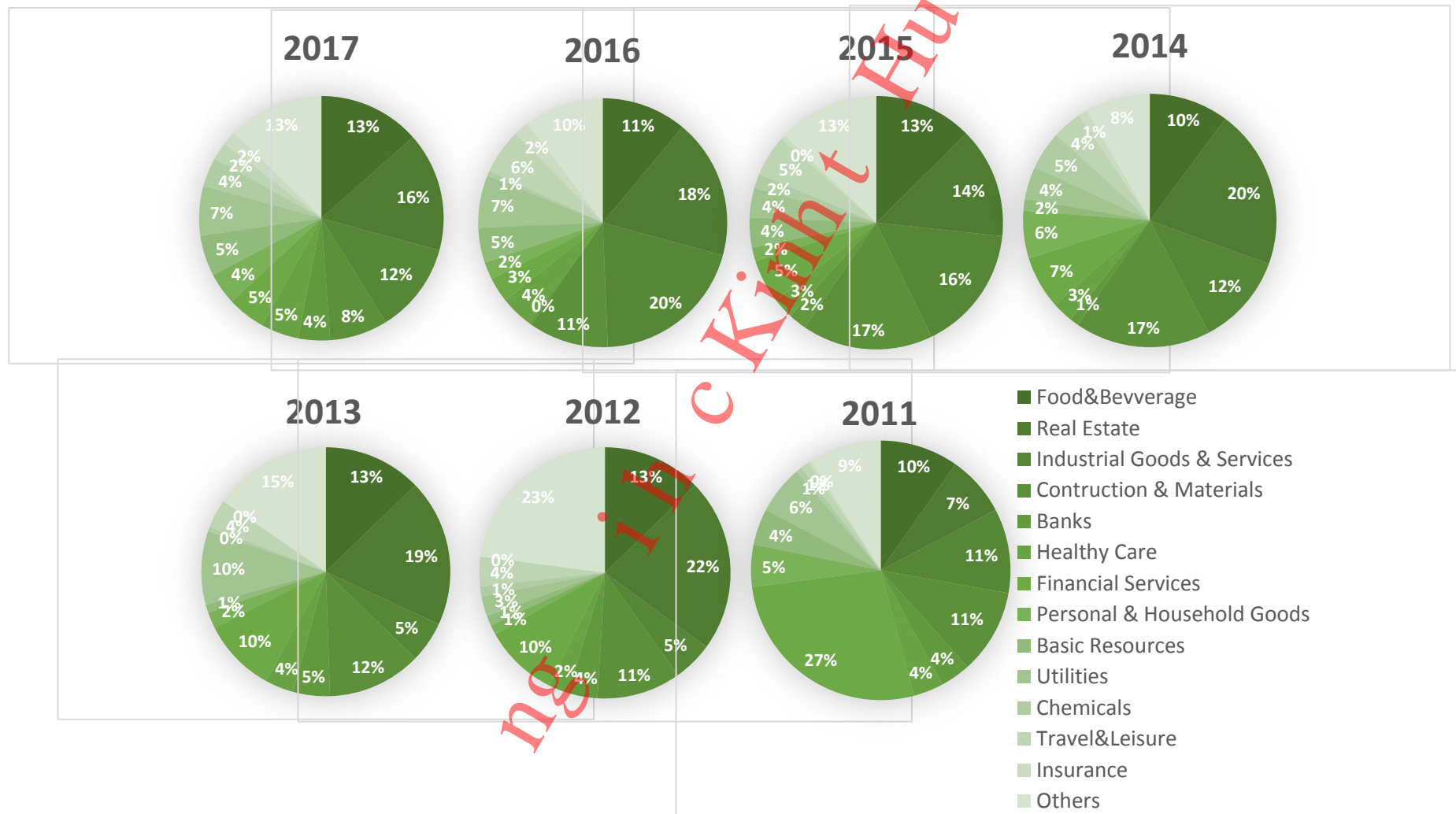
Bảng 2.3: Số thương vụ M&A tại Việt Nam theo ngành, lĩnh vực (2011-2017)

Đơn vị tính: Số thương vụ

Sector	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Food&Beverage	35	34	43	27	24	20	26
Real Estate	41	56	48	54	36	35	20
Industrial Goods & Services	31	62	55	31	10	8	28
Construction & Materials	20	32	57	46	23	17	28
Banks	11	1	8	3	9	6	10
Healthy Care	13	13	9	7	7	4	10
Financial Services	13	10	19	18	18	15	72
Personal & Household Goods	11	7	6	16	4	2	14
Basic Resources	14	14	13	4	2	2	12
Utilities	17	21	13	11	18	4	16
Chemicals	10	2	6	13	1	2	2
Travel&Leisure	6	18	18	10	7	6	3
Insurance	5	6	2	3	0	0	1
Others	33	32	44	22	29	36	24
Total	260	308	341	265	188	157	266

(Nguồn: Stoxplus)

Biểu đồ 2.2: Tỷ trọng các thương vụ M&A thuộc các lĩnh vực của Việt Nam (2011-2017)



ưa vào Bảng 2.3 và Biểu đồ 2.2, nhìn chung năm 2011, số thương vụ M&A thuộc lĩnh vực dịch vụ tài chính (Financial services) chiếm tỷ lệ dẫn đầu và khá cao, với 72 thương vụ được ghi nhận (tương đương 27% trong tổng số M&A được thực hiện cùng năm); con số này gấp 2,5 lần so với các thương vụ được thực hiện thuộc lĩnh vực hàng hoá và dịch vụ công nghiệp, vật liệu và xây dựng (28 thương vụ tương đương 11%).

Giai đoạn 2012 – 2014, tỷ trọng các thương vụ M&A thuộc lĩnh vực bất động sản chiếm tỷ lệ dẫn đầu, cụ thể năm 2012 là 35 thương vụ (tương đương 22%), năm 2013 là 36 thương vụ (tương đương 19%) và năm 2014 là 54 thương vụ (tương đương 20%).

Giai đoạn 2015 – 2017, ngoài lĩnh vực bất động sản thì những lĩnh vực như Thực ăn và là đồ uống, hàng hoá và dịch vụ công nghiệp hay lĩnh vực vật liệu và xây dựng là những lĩnh vực có số thương vụ cao nhất trong giai đoạn này.

2.1.3. Các nhà thầu chủ yếu trong hoạt động M&A tại Việt Nam

Năm 2017

Hoạt động M & A trong những năm gần đây đã diễn ra xu hướng tăng và sau khi đạt kỷ lục trong năm 2017 các nhà thầu của những giao dịch khổng lồ này là trong nước, cũng như các nhà đầu tư nước ngoài. Các giao dịch có giá trị lớn nhất trong 2017 từ các quốc gia quen thuộc như Thái Lan, Singapore, Hồng Kông, Hoa Kỳ và Nhật Bản. Từ năm 2017, các nhà đầu tư từ Thái Lan và Singapore đã tích cực thu giữ các giao dịch lớn và dẫn đầu về thỏa thuận giá trị. Trong khi đó, các nhà đầu tư Nhật Bản và Hàn Quốc mặc dù đã đóng góp nhiều giao dịch nhất, nhưng thường chỉ là các giao dịch có giá trị vừa và nhỏ (tương ứng là 23 US\$ml và 24US\$).

Các nhà đầu tư Thái Lan mạnh dạn đầu tư lớn vào Việt Nam bằng cách giành được vị trí hàng đầu tại Việt Nam doanh nghiệp trong những năm gần đây. Đặc biệt, dòng vốn từ Thái Lan chỉ ghi nhận 4 giao dịch nhưng tổng cộng 4,9 tỷ USD, chiếm 42% tổng giá trị giao dịch trong nước 2017. Doanh nghiệp đầu tư lớn nhất của Thái Lan là việc mua lại 53,6% nhà máy bia SABECO của ThaiBev khi phá kỷ lục thỏa thuận trị giá 4,7 tỷ USD và 1 giao dịch mua lại Vina Paper Co Ltd của Berli Jucker PCL trị giá 14,2 US\$ml. Hai giao dịch còn lại đều được thực bởi Siam Tập đoàn xi măng (SCG).

Năm 2016

Các nhà đầu tư Thái Lan là những công ty tích cực nhất trong việc mua lại các doanh nghiệp Việt Nam với tổng giá trị giao dịch là 2,28 tỷ USD, chiếm 46,6% tổng

giá trị giao dịch trong năm 2016. Singapore và Nhật Bản theo sau Thái Lan được xếp thứ 2 và thứ 3 về giá trị thỏa thuận trong năm 2016. Tuy nhiên về số lượng giao dịch, Nhật Bản xếp thứ nhất với 22 giao dịch, tương ứng tổng giá trị 609 US\$ml

Singapore là tên mới tại Việt Nam M & A 2016, leo lên từ vị trí thứ 6 năm 2015 đến vị trí thứ hai trong năm 2016. Đáng chú ý giao dịch bao gồm Fraser & Neave mua lại 5,4% cổ phần của VINAMILK từ SCIC với 497 triệu đô la Mỹ trong tháng 12, Mapletree mua 100% cổ phần tại Kumho Asiana Plaza Saigon với giá 215 triệu đô la Mỹ.

Hồng Kông bị mất vị trí dẫn đầu trong năm 2015 và được xếp thứ 5 và thứ 6 trong năm 2016 về số lượng và giá trị thỏa thuận, tương ứng với số lượng M & A vào Việt Nam trị giá 4,9 tỷ USD với tổng số 97 giao dịch kết thúc vào năm 2016.

Năm 2015

Các thương vụ M&A đến từ các nhà thầu quen thuộc như Hồng Kông, Thái Lan, Nhật Bản, Hàn Quốc, Hoa Kỳ, Malaysia và Singapore. Về khối lượng giao dịch, Nhật Bản là các nhà đầu tư tích cực nhất với 15 giao dịch nội địa, tổng cộng 310,4 triệu đô la Mỹ, tương đương 12,8% tổng giá trị nội địa. Về giá trị thỏa thuận, các nhà đầu tư Hồng Kông đứng đầu với 05 giao dịch bất động sản, 02 giao dịch bán lẻ và 01 hợp đồng du lịch & giải trí, có tổng mức đầu tư. Tổng giá trị giao dịch M & A trong nước là 1.101,5 triệu đô la Mỹ tương đương 45,5% tổng giá trị nội địa.

Năm 2014

Thị trường M & A trong năm 2014 chủ yếu là do các giao dịch trong nước (chiếm 70% giá trị thương vụ M & A), đặc biệt là từ Thái Lan, Nhật Bản, Hoa Kỳ và Nga. Thái Lan chỉ có 01 thỏa thuận lớn được ký kết vào năm 2014 (Berli Jucker Pcl mua lại Metro Cash & Carry Vietnam với giá 879 triệu đô la Mỹ), nhưng các nhà đầu tư đã thể hiện sự quan tâm ngày càng tăng đối với các doanh nghiệp Việt Nam. Các nhà đầu tư Nhật Bản vẫn giữ được đà đầu tư từ những năm trước, với 25 giao dịch. Đầu tư từ Hoa Kỳ vẫn đến từ các quỹ cổ phần tư nhân, ngoại trừ một số lượng lớn Tập đoàn Mondelēz International mua lại Bộ phận Bánh kẹo Kinh Đô với giá 370 triệu đô la Mỹ. Các nhà đầu tư Nga đang tích cực tìm kiếm cơ hội đầu tư tại các thị trường mới nổi như ở Việt Nam.

Năm 2013

Các nhà đầu tư tại Singapore xếp thứ nhất trong số các quốc gia và vùng lãnh thổ đầu tư vào Việt Nam thông qua M & A vào năm 2013, tiếp theo là Hoa Kỳ, Hàn Quốc và Nga. Thỏa thuận với các nhà đầu tư Singapore chiếm 32% các giao dịch trong năm 2013. Các công ty Singapore, Mỹ và Nhật đều đã hoàn tất 13 giao dịch M & A trong năm 2013, thể hiện sự quan tâm mạnh mẽ của các công ty Singapore vào các giao dịch lớn tại Việt Nam.

Năm 2012

Tổng số giao dịch M & A trong nước đã hoàn thành từ Nhật Bản trong năm 2012 chỉ là 14. Tuy nhiên, tổng số giá trị giao dịch vẫn ở mức cao: 1,2 tỷ USD, trong đó 743 triệu USD là vốn chủ sở hữu chiến lược đầu tư của BTMU vào Vietinbank và 340 triệu đô la Mỹ là khoản thanh toán của Sumitomo Life Insurance cho HSBC cho công ty bảo hiểm của Nhật Bản để thay thế HSBC là đối tác chiến lược của Tập đoàn Bảo Việt.

Năm 2011

M & A trong nước năm 2011 là các giao dịch là từ Trung Quốc (C.P Pokphand / C.P Vietnam: 609 triệu USD), Nhật Bản (Mizuho / Vietcombank: US \$ 577m), Nga (Vimpecom / Gtel: 196 triệu USD) và Hàn Quốc (Posco / Mông Dương) 2 Nhà máy điện: 153 triệu USD. M & A trong nước vào Việt Nam đạt tổng giá trị 3,5 tỷ USD trong năm 2011 với tổng số 59 giao dịch kết thúc. Lợi ích mạnh mẽ từ các công ty Nhật Bản vào thỏa thuận lớn nhất giá trị (940 triệu đô la Mỹ) và khối lượng (18 giao dịch) so với các quốc gia khác và lãnh thổ. Số lượng giao dịch từ Nhật Bản chiếm 31% (18 trên tổng số 59 giao dịch trong nước) với giá trị giao dịch chiếm 27% tổng giá trị trong nước. Điều này phản ánh Ưu tiên của người mua Nhật đối với các công ty vừa và nhỏ khi thực hiện M & A ở Việt Nam. Trung Quốc Đại Lục (bao gồm Trung Quốc, Hồng Kông, Đài Loan) xếp thứ hai với 4 giao dịch và tổng giá trị giao dịch là 723 triệu đô la Mỹ.

2.1.4. Một số thương vụ M&A tiêu biểu tại Việt Nam

Dựa vào *phụ lục 1*, một số thương vụ tiêu biểu tại Việt Nam giai đoạn 2011 – 2017, cụ thể

Năm 2017, Thương vụ có giá trị lớn nhất trong năm là thương vụ M&A với việc mua lại 54% Saigon Beer Alcohol Beverage Corp (SABECO) của Thai Beverage

(ThaiBev) với tổng giá trị thương vụ 4.696 US\$ml. Hai thương vụ có giá trị thấp hơn là của công ty GIC Pte Ltd mua lại 5,74% của Vinhomes và Jardine C&C mua lại 10,03% Vinamilk với giá trị tương ứng là 1.300 US\$ml và 1.150 US\$ml.

Năm 2016, ghi nhận với việc mua lại BigC của Central Group với tổng giá trị 1.140 US\$ml. Ngoài ra một loạt các thương vụ như Singha Asia Holding Pte LTD mua lại 14,00% Masan Consumer; Siam City Cement Public Company LTD mua lại 65% Lafargeholm Vietnam; Fraser & Neave mua lại Vinamilk với tổng giá trị của các giao dịch tương ứng là 600 US\$ml, 579 US\$ml và 496,76 US\$ml

Năm 2015, ghi nhận với 3 thương vụ nổi trội thuộc lĩnh vực bất động sản, cụ thể là Gaw Capital Partners mua lại 50% Empire City; Chow Tai Fook Corp (Hong Kong) mua lại 77,45% Nam Hoi An Casino Project và Creed group mua lại 20% An Gia Investment với tổng giá trị của các giao dịch tương ứng là 600 US\$ml, 387,25 US\$ml và 200 US\$ml.

Năm 2014, thương vụ M&A có tổng giá trị lớn nhất thuộc lĩnh vực bán lẻ đạt 879 US\$ml với việc mua lại Metro của Berli Juker PCL (Thailand). Các lĩnh vực còn lại như ga&dầu, thức ăn&đồ uống cũng có thương vụ M&A đạt giá trị đáng kể, ví dụ như thương vụ đầu năm 2014 với tổng giá trị ghi nhận là 400 US\$ml của Sapurakencana Enery Vietnam mua lại 50% Blocks 01/97 and 02/97 Cuu Long Basion, mua lại 40% Blocks 10 & 11.1 Nam Con Son Basin và mua lại 36,85% Blocks 46 Cai Nuoc, Malay-Tho Chu Basin; cuối năm 2014 với tổng giá trị ghi nhận là 370 US\$ml của Mondez Inetrnational Group mua lại 80% Kinh do Binh Duong JSC (BKD).

Năm 2013, hai thương vụ dẫn đầu trong năm nay thuộc về lĩnh vực bất động sản và đồ ăn&thức uống, cụ thể tổng giá trị thương vụ được ghi nhận là 300 US\$ml của Igal David Ahouvi (MR.) mua lại Alma Resort-Khanh Hoa và tổng giá trị thương vụ là 245 US\$ml của Chandler Corp mua lại 8% của Masan Group (MSN).

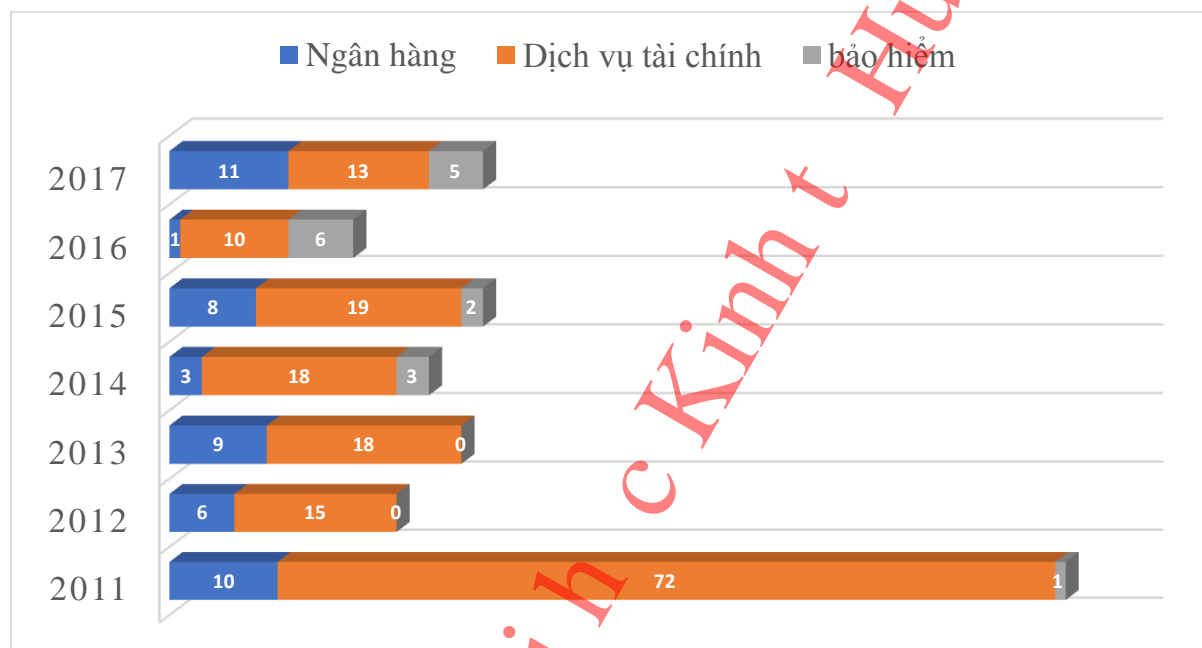
Năm 2011-2012, ghi nhận hàng loạt những thương vụ M&A nhưng giá trị giao dịch không cao, chỉ có một số giao dịch có giá trị lớn, cụ thể Mizuho Corporate Bank LTD mua lại 15% với giá trị 576,5 US\$ml Vietcombank thuộc lĩnh vực Ngân hàng; CP Porphand China (Mainland) mua lại 71% với giá trị 609 US\$ml C.P Vietnam

thuộc lĩnh vực thức ăn&đồ uống; Perenco mua lại 36% với giá trị 614,7 US\$ml Block 15.2 thuộc lĩnh vực ga&dầu.

2.2. Tình hình M&A của các tổ chức tài chính tại Việt Nam (2011-2017)

2.2.1. Số thương vụ và tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính

Số thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính



Biểu đồ 2.3: Số thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính (2011-2017)

Dựa vào Bảng 2.4, 2.5 và biểu đồ 2.3, ta thấy tỷ trọng các thương vụ thuộc lĩnh vực dịch vụ tài chính cao hơn so với lĩnh vực Ngân hàng và số thương vụ diễn ra thuộc lĩnh vực Bảo hiểm khá hạn chế qua các năm. Cụ thể:

Ngân hàng: Các thương vụ M&A diễn ra trong lĩnh vực này dao động qua các năm. Với ghi nhận năm 2011 một loạt các Ngân hàng thực hiện M&A do sự khủng hoảng của nền kinh tế và hoạt động yếu kém của một số ngân hàng tại Việt Nam. Xu hướng M&A trong lĩnh vực này những năm sau đó có xu hướng giảm. Đặc biệt năm

Bảng 2.4: Số thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính

Đơn vị tính: Số thương vụ

Năm	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ngân hàng	10	6	9	3	8	1	11
Dịch vụ tài chính	72	15	18	18	19	10	13
bảo hiểm	1	0	0	3	2	6	5
Tổng	83	21	27	24	29	17	29

(Nguồn: Stoxplus)

Bảng 2.5: Chênh lệch số thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính (2011-2017)

Đơn vị tính: Số thương vụ

Năm	2012/2011		2013/2012		2014/2013		2015/2014		2016/2015		2017/2016	
	+/-	%	+/-	%	+/-	%	+/-	%	+/-	%	+/-	%
Chênh lệch												
Ngân hàng	-4	-40	3	50	-6	-66,67	5	166,67	-7	-87,5	10	1000
Dịch vụ tài chính	-57	-79,17	3	20	0	0	1	5,56	-9	-47,37	3	30
Bảo hiểm	-1	-100	0	-	3	-	-1	-33,33	4	200	-1	-16,67
Tổng	-62	-74,70	6	28,57	-3	-11,11	5	20,83	-12	-41,38	12	70,59

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

2016 chỉ có một Ngân hàng thực hiện M&A giảm 87,5% so với năm trước đó. Tuy nhiên đến năm 2017 lại có 11 Ngân hàng được tiến hành M&A tăng 1000% so với năm 2016.

Dịch vụ tài chính: Năm 2011 chứng kiến một số lượng lớn các công ty hoạt động trong lĩnh vực này hoạt động không hiệu quả và đã thực hiện M&A, với 72 thương vụ. Những năm sau đó từ 2012 – 2015 thì số lượng các công ty thực hiện M&A trong lĩnh vực này đã giảm đáng kể cùng với sự sụt giảm của số thương M&A ở tất cả các lĩnh vực tại Việt Nam. Cụ thể năm 2012 có 15 thương vụ, giảm 57 thương vụ (tương đương giảm 79,17%) so với năm 2011. Những năm tiếp theo thể hiện tốc độ tăng nhẹ của các thương vụ, tương ứng năm 2013, 2014 tăng 20% so với 2012; năm 2015 tăng 5,56% so với năm 2014. Đến năm 2016 có sự sụt giảm đáng kể với 9 thương vụ (tương đương giảm 47,37%) so với năm 2015 và có sự phục hồi trở lại vào năm 2017 với 13 thương vụ, tăng 3 thương vụ (tương đương tăng 30%) so với năm 2016.

Bảo hiểm: Số lượng các thương M&A trong lĩnh vực này ở những năm đầu khá hạn chế, cụ thể năm 2011 chỉ có 1 thương vụ; năm 2012 và năm 2013 không có thương vụ nào thuộc lĩnh vực này; năm 2014 có 3 thương vụ và năm 2015 có 2 thương vụ được thực hiện. Bắt đầu từ năm 2016 đến nay hoạt động M&A trong lĩnh vực này dần phổ biến với 6 thương vụ được ghi nhận thực hiện tại năm 2016 và 5 thương vụ được ghi nhận thực hiện ở năm 2017.

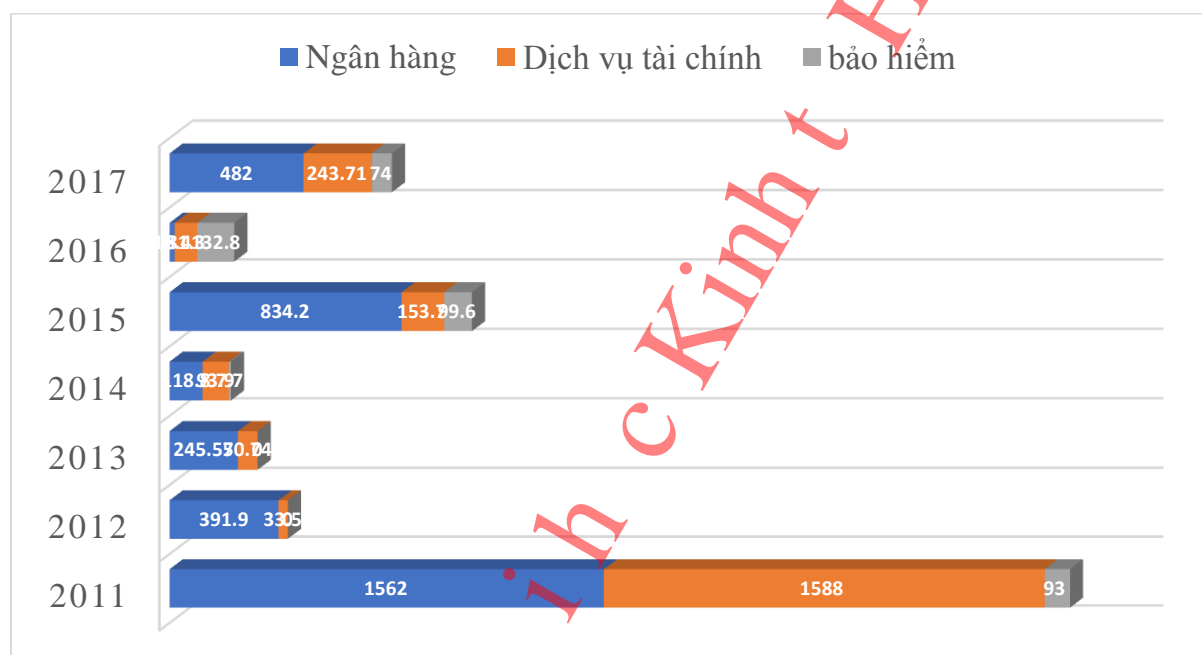
Tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính (2011-2017)

Dựa vào Bảng 2.6, 2.7 và biểu đồ 2.4, ta thấy mặc dù tỷ trọng các thương vụ thuộc lĩnh vực dịch vụ tài chính chiếm phần lớn, nhưng tổng giá trị thương vụ M&A thuộc lĩnh vực Ngân hàng vẫn chiếm tỷ trọng khá cao, với các giao dịch đạt giá trị lớn. Cụ thể:

Ngân hàng.

Năm 2011, tổng giá trị thương vụ M&A trong lĩnh vực này khá cao, với 1.562 US\$ml. Nhưng những năm sau đó, tổng giá trị trong lĩnh vực này giảm liên tiếp và khá mạnh. Cụ thể năm 2012 tổng giá trị thương vụ đạt 391,9 US\$ml, giảm 1.170 US\$ml (tương đương giảm 74,91%) so với năm 2011; năm 2013 tổng giá trị thương vụ đạt 245,55 US\$ml, giảm 146,35 US\$ml (tương đương giảm 37,34%) so với năm

2012 và năm 2014 tổng giá trị thương vụ đạt 118,8 US\$ml, giảm 126,75 US\$ml (tương đương giảm 51,62%) so với năm 2013. Tuy nhiên đến năm 2015 lại có sự tăng trưởng vượt bậc trở lại trong tổng giá trị thương vụ M&A thuộc lĩnh vực Ngân hàng, với tổng giá trị thương vụ tăng 715,4 US\$ml (tương đương tăng 602,9%) so với năm 2014. Sang năm 2016 thì con số này sụt giảm trở lại cùng với sự sụt giảm ở số thương vụ trong lĩnh vực này. Đến năm 2017, lại có những dấu hiệu khởi sắc với tổng giá trị thương vụ đạt 482 US\$ml. Đây là con số khá cao với những giao dịch có khối lượng lớn, mặc dù tổng giá trị có thấp hơn so với năm 2015 và 2011.



Biểu đồ 2.4: Tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính (2011-2017)

Dịch vụ tài chính:

Mặc dù số lượng các công ty thực hiện M&A trong lĩnh vực này khá cao, nhưng các giao dịch được ghi nhận với tổng giá trị thương vụ không lớn. Đặc biệt, trong năm 2011 ghi nhận số thương vụ trong lĩnh vực này cao vượt bậc, nhưng tổng giá trị thương vụ đạt 1.588 US\$ml tương đương so với tổng giá trị thương vụ trong lĩnh vực ngân hàng tại cùng thời điểm. Những năm sau đó các giao dịch được ghi nhận với giá trị giao dịch không cao, tương ứng tổng giá trị thương vụ năm 2012 đạt 33,5US\$ ml; năm 2013 đạt 70,74 US\$ml; năm 2014 đạt 93,9 US\$ml và năm 2016 đạt 81,3 US\$ml. Chỉ có hai năm 2015 và 2017, có một vài thương vụ có giá trị lớn, làm cho

tổng giá trị thương vụ cao hơn so với những năm khác, cụ thể tổng giá trị thương vụ năm 2015 đạt 153,7 US\$ml và năm 2017 đạt 243,71 US\$ml.

Bảo hiểm:

Tổng giá trị thương vụ M&A trong lĩnh vực này khá thấp so với lĩnh vực ngân hàng và dịch vụ tài chính. Trong giai đoạn 2011 – 2017, tổng giá trị thương vụ năm 2014 thấp nhất - đạt 7,7 US\$ml và năm 2016 cao nhất – đạt 132,8 US\$ml.

Tr
ng
i h C Kinh t Hu

Bảng 2.6: Tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính (2011-2017)

Đơn vị tính: US\$ml

Năm	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ngân hàng	1.562	391,9	245,55	118,8	834,2	18,4	482
Dịch vụ tài chính	1.588	33,5	70,74	93,9	153,7	81,3	243,71
Bảo hiểm	93	0	0	7,7	99,6	132,8	74
Tổng	3.243	425,4	316,29	220,4	1.087,5	232,5	799,71

(Nguồn: Stoxplus)

Bảng 2.7: Chênh lệch tổng giá trị thương vụ M&A tại Việt Nam của các tổ chức tài chính (2011-2017)

Đơn vị tính: US\$ml

Năm	2012/2011		2013/2012		2014/2013		2015/2014		2016/2015		2017/2016	
	+/-	%	+/-	%	+/-	%	+/-	%	+/-	%	+/-	%
Chênh lệch												
Ngân hàng	-1.170,1	-74,91	-146,35	-37,34	-126,75	-51,62	715,4	602,19	-815,8	-97,79	463,6	2519,57
DV tài chính	-1.554,5	-97,89	37,24	111,16	23,16	32,74	59,8	63,69	-72,4	-47,11	162,41	199,77
Bảo hiểm	-93	-100	0		7,7		91,9	1193,51	33,2	33,33	-58,8	-44,28
Tổng	-2.817,6	-86,88	-109,11	-25,65	-95,89	-30,32	867,1	393,42	-855	-78,62	567,21	243,96

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)

2.2.2. Một số thương vụ M&A tiêu biểu của các tổ chức tài chính tại Việt Nam

Bảng 2.8: Một số thương vụ M&A tiêu biểu của các tổ chức tài chính tại Việt Nam (2011-2017)

	Target company	Acquiror	M&A size (US\$ml)	Stake	Date	Sector
1	Dragon Capital Group Ltd	Samsung Securities Co.,Ltd Caldera Pacific Ltd	124,00	0,00%-40,00%	2/4/17	Financial services
2	Bank of China Ltd (Hochiminh City Branch)	Bank of China Hong Kong Holdings Ltd	152,00	0,00%-100,00%	6/11/17	Banks
3	M-service company	Standard chartered private equity	25,00	0,00%-100,00%	17/03/16	Financial services
4	BIDV insurance	Fairfax Asia limited	33,21	0,00%-35,00%	7/1/16	Insurance
5	Saigon securities inc.	Daiwa securities group inc	35,20	15,55%-17,84%	12/7/16	Financial services
6	Great Eastern Life (Vietnam) Co.Ltd	FWD Group Managerment Holdings Ltd	35,60	0,00%-100,00%	7/6/16	Insurance
7	F.I.T investment JSC (FIT)	Mutual Fund Elite (Non-	4,35	6,32%-13,56%	11/2-5/3/15	Financial services

		UCITS)				
8	Asia – Pacific investment joint stock company – Apeci (API)	Lucerne Enterprice Ltd.	5,13	0,01% - 27,66%	26/3/15	Financial services
9	Kim Long Securities Coporation (KLS)	Mutual Fund Elite (PYNMFE)	5,21	5,40% - 6,46%	16/1/15	Financial services
10	Post & Telecommunication Joint Stock Insurance Co (PTI)	Dongbu Insurance Co. Ltd	50,64	0,00% - 37,32%	29/1/15	Insurance
11	BIDV Securities Corporation	Fairfax Asia Limited	49,00	0,00% - 35,00%	23/10/15	Insurance
12	Indochina Plaza Hanoi (IPH)	Gaw Capital Partners	26,50	0,00% - 100,00%	6/3/15	Financial services
13	HDFinance Co.Ltd	Credit Saigon Co.Ltd	14,77	0,00% - 49,00%	2/4/15	Financial services
14	Nam An Securities Company	Shinhan Investment Coporation	6,67	0,00% - 100%	8/7/15	Financial services
15	VID Public Bank	Public Bank BHD	76,60	50% - 100,00%	16/7/14	Banks
16	Duc Long Gia Lai Group (DLG)	Global Emerging Markets (GEM)	19,05	0,00% - 20,00%	14/11/14	Financial Services
17	An Binh Bank	International Financial	24,0	10% - 10%	25/4/13	Banks

		Corporation (IFC)				
18	An Binh Bank	MayBank	6,00	20,00%- 20,00%	25/4/13	Banks
19	Bao Minh Corporation (HSX:BMI)	Firstland	2,70	0,00%- 5,53%	6/2/13	Financial Services
20	Vietcombank	Mizuho Corporate Bank LTD	576,50	0,00%- 15,00%	30/9/11	Banks
21	Vietinbank	IFC	186,00	0,00%- 10,00%	28/7/11	Banks
22	Shinhan Vina JV	Shinhan Vietnam LTD	92,10	0,00%- 50,00%	29/11/11	Banks
23	Shinhan Vina JV	Shinhan Financial Group	63,40	0,00%- 50,00%	17/11/11	Banks
24	An Binh Bank	IFC	40,50	0,00%- 10,00%	24/1/11	Banks
25	Sacombank	Mr. Chang Hen Jui (Taiwan)	23,90	0,00%- 3,00%	16/6/11	Banks
26	Thao Dien Investment JSC	Lotte Asset Development Co LTD	151,00	0,00%- 100,00%	24/5/11	Financial Services
27	29.000 M2-Q2, HCMC	Capita Value Homes – Member of	49,00	0,00%- 70,00%	30/6/11	Financial Services

		Capitaland				
28	Centre Point, HCMC	Japan Asia Vietnam	40,00	0,00%- 100,00%	24/2/11	Financial Services
29	FPT Securities (FPTS)	SBI Holdings INC	25,00	0,00%- 20,00%	30/3/11	Financial Services
30	Vinacapital Group	SW Kingsway Capital Holding Limited (Hongkong)	19,00	0,00%- 100,00%	30/3/11	Financial Services
31	Tan Tao A Residence – Tan Binh, HCMC	Dacin Holdings	15,00	0,00%- 80,00%	10/8/11	Financial Services
32	Somerest Central TD Hai Phong City	The Ascott Limited – Member of Capitaland	9,5	0,00%- 90,00%	29/7/11	Financial Services
33	9.000 M2 – Binh Chanh, HCMC	Capita Value Homes – Member of Capitaland	6,00	0,00%- 65,00%	2/1/11	Financial Services
34	Petrol Vietnam Securities INC. (PSI)	Nikko Cordial	6,9	0,00%- 15,00%	15/4/11	Financial Services
35	Vndirect Securities (VND)	Vietnam Investments Fund i, L.P	4,60	0,00%- 5,00%	17/2/11	Financial Services
36	Thep Viet Capital	Vinacapital	0,6	20,00%-	21/6/11	Financial

	Fund Management			49,00%		Services
37	Horizon Securities (HZS)	Citi Group	34,00	0,00%-100,00%	15/12/11	Financial Services
38	Petrol Vietnam Insurance Holdings	Gerling Industrie Versicherung AG	93,00	0,00%-25,00%	25/8/11	Insurance

(Nguồn: Stoxplus)

2.2. Các yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn phương thức thanh toán trong M&A của các tổ chức tài chính Việt Nam

1.2.1. Đặc điểm của mẫu nghiên cứu

Nghiên cứu tiến hành trên 264 quan sát thu thập trong 7 năm liên tục 2011 - 2017, một số mẫu bị lỗi do quá trình thu thập số liệu không đủ và một số thương vụ tiến hành nhưng không thành công nên nghiên cứu đã loại bớt và còn 230 quan sát, đã tiến hành phân tích Probit bằng phần mềm R.

Đặc điểm biến phụ thuộc Y , qua kết quả thu thập được trong 7 năm từ 2011 - 2017 trong 230 quan sát thì có 203 thương vụ sử dụng tiền mặt để thanh toán, 27 thương vụ thanh toán bằng hoán đổi cổ phiếu và 0 thương vụ sử dụng kết hợp cả 2 hình thức thanh toán.

Đặc điểm biến độc lập X

- Nhóm biến độc lập thuộc là biến giả
- + Biến *Foreign*: có 167 thương vụ M&A có công ty bên mua là công ty nước ngoài, chiếm 72,6% trên tổng số biến quan sát.
- + Biến *Bidding*: có 121 thương vụ M&A thực hiện thông qua phương thức đấu thầu trực tiếp, chiếm 52,6% trên tổng số biến quan sát.
- + Biến *M&A_option*: có 40 thương vụ M&A là hình thức sáp nhập chiếm 17,39% trên tổng số biến quan sát.
- Nhóm biến phụ thuộc còn lại thể hiện ở bảng 2.9

Bảng 2.9: Thông tin về các biến độc lập trong phương trình ban đầu*Đơn vị tính: US\$ml*

Variable	Value/Unit	Min	Max	Mean
<i>Foreign</i>	{0,1}	0	1	-
<i>M&A_size</i>	million US dollars	0,004	576,5	7,794
<i>Bidding</i>	{0,1}	0	1	-
<i>Revenue</i>	Million US dollars	0,06	1.084,94	7,895
<i>Ebitda</i>	million US dollars	0,02	1.725,69	28,663
<i>M&A_ratio</i>	%	2,35	100	23,5
<i>Asset</i>	million US dollars	1	291	131,34
<i>M&A_option</i>	{0,1}	0	1	-

(Nguồn: Xử lý số liệu từ phần mềm R)

+ Biến *M&A_size*: tổng giá trị thương vụ M&A nhỏ nhất được ghi nhận trong giai đoạn nghiên cứu là 0,004 US\$ml và tổng giá trị lớn nhất là 576,5 US\$ml. Mức giá trị thương vụ M&A trung bình trong tổng số quan sát nghiên cứu là 7,794 US\$ml.

+ Biến *Revenue*: tổng giá trị doanh thu nhỏ nhất bên bán được ghi nhận trong giai đoạn nghiên cứu là 0,06 US\$ml và tổng giá trị doanh thu lớn nhất là 1.084,94 US\$ml. Mức doanh thu trung bình trong tổng số quan sát nghiên cứu là 7,895 US\$ml.

+ Biến *Editda*: tổng lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao nhỏ nhất bên bán được ghi nhận trong giai đoạn nghiên cứu là 0,02 US\$ml và tổng lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao lớn nhất là 1.725,69 US\$ml. Mức lợi nhuận trung bình trong tổng số quan sát nghiên cứu là 28,663 US\$ml.

+ Biến *M&A_ratio*: tỷ lệ mua bán và sáp nhập nhỏ nhất được ghi nhận trong giai đoạn nghiên cứu là 2,35% và lớn nhất là 100%. Mức tỷ lệ mua bán và sáp nhập trung bình trong tổng số quan sát nghiên cứu là 23,5%.

+ Biến *Asset*: tổng tài sản nhỏ nhất bên bán được ghi nhận trong giai đoạn nghiên cứu là 1 US\$ml và tổng tài sản lớn nhất là 291 US\$ml. Mức tài sản trung bình trong tổng số quan sát nghiên cứu là 131,34 US\$ml.

2.2.2. Các yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A

Mô hình nghiên cứu ban đầu

$$M\&A_{payment} = \beta_0 + \beta_1 foreign + \beta_2 M\&A_{size} + \beta_3 Bidding + \beta_4 M\&A_{ratio} + \beta_5 Asset + \beta_6 M\&A_{option} + \beta_7 Revenue + \beta_8 Ebitda + \varepsilon_1 \quad (1)$$

Các giả thuyết được đặt ra trong mô hình nghiên cứu

H1: Các thương vụ M&A có bên mua hay công ty thu tóm là doanh nghiệp nước ngoài thì khả năng sử dụng phương thức thanh toán bằng tiền mặt cao hơn so với các thương vụ có bên mua là các doanh nghiệp Việt Nam khi các yếu tố khác không đổi.

H2: Quy mô thương vụ càng cao thì khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt càng cao.

H3: Các thương vụ M&A lựa chọn đối tác bên mua thông qua đấu thầu cạnh tranh thì khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt của các tổ chức tài chính ở Việt Nam cao hơn so với các thương vụ M&A lựa chọn đối tác bên mua thông qua các hình thức khác

H4: Các thương vụ M&A có tỉ lệ M&A càng cao thì khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt cao hơn so với các thương vụ có tỉ lệ M&A thấp

H5: Các công ty mục tiêu có tài sản lớn thì khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt lớn hơn với những công ty mục tiêu có tổng tài sản thấp.

H6: Các thương vụ sáp nhập thì khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt cao hơn so với các thương vụ mua bán.

H7: Các thương vụ M&A có doanh thu bên bán hay công ty mục tiêu càng cao thì khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt càng cao.

H8: Các thương vụ M&A có lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao bên bán hay công ty mục tiêu càng cao thì khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt càng cao.

Kết quả bước đầu cho thấy không có ý nghĩa thống kê khi tiến hành với mô hình (1) ban đầu đề ra. Sau khi loại lần lượt các biến Revenue, Ebitda và M&A_option thì ta được phương trình (2) với độ tin cậy cao.

$$M\&A_{payment} = \beta_0 + \beta_1 foreign + \beta_2 M\&A_{size} + \beta_3 Bidding + \beta_4 M\&A_{ratio} + \beta_5 Asset + \varepsilon_2 \quad (2)$$

Bảng 2.10: Kết quả mô hình hồi quy Probit

Biến độc lập	Hệ số	dy/dx	Giá trị Z	Giá trị P
Hằng số	-13,0008	-0,1818	-3,525	0.000423 ***
Foreign (X1)	4,4458	0,0622	2,417	0,015659 **
MA-size (X2)	0,0147	0.00002	1,718	0,045763 **
Biding (X3)	3,2192	0,045	2,886	0,003900 ***
MA-ratio (X4)	6,2890	0,088	3,315	0,000915 ***
Asset (X5)	0,0088	0,00001	2,039	0,041477 **

Giá trị kiểm định chi bình phương: 138,84
 Hệ số xác định R2 (%): 0, 5706
 Ghi chú: *** mức ý nghĩa < 1%
 ** mức ý nghĩa nhỏ hơn < 5%
 * mức ý nghĩa nhỏ hơn < 10%

(Nguồn: Xử lý số liệu từ phần mềm R)

Kết quả hồi quy probit (2) trên xử lý số liệu từ phần mềm R được trình bày ở bảng 2.10. Theo thông tin ở bảng 2.9, kết quả kiểm định mô hình (2) phù hợp với phân tích với $P < 0,05$. Cụ thể, hai biến phụ thuộc là X3 và X4 có mức ý nghĩa nhỏ hơn 1% và các biến phụ thuộc còn lại X1, X2 và X5 có mức ý nghĩa nhỏ hơn 5%.

Bên mua là doanh nghiệp nước ngoài, với mức ý nghĩa nhỏ hơn 5% và hệ số beta 4,4458 cho thấy mối tương quan thuận với khả năng lựa chọn trong M&A phương thức thanh toán bằng tiền mặt trong M&A của các tổ chức tài chính ở Việt Nam. Hơn nữa, với tác động biên (dy/dx) là 0,0622 cho thấy đối với các thương vụ M&A có bên mua là doanh nghiệp nước ngoài thì khả năng sử dụng phương thức thanh toán bằng tiền mặt cao hơn 6,22% so với các thương vụ có bên mua là các doanh nghiệp Việt Nam khi các yếu tố khác không đổi.

Quy mô thương vụ M&A, với mức ý nghĩa thống kê nhỏ hơn 5% và hệ số beta 0,0147 cũng cho thấy mối tương quan thuận giữa biến quy mô thương vụ M&A và khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt của các tổ chức tài chính ở Việt Nam. Nghĩa là quy mô thương vụ càng cao thì khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt càng cao.

Hình thức đấu thầu thông qua cạnh tranh, với mức ý nghĩa thống kê nhỏ hơn 1% và hệ số beta 3,2192 cho thấy biến hình thức đấu thầu thông qua cạnh tranh có tác động thuận đến khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt của các tổ chức tài chính ở Việt Nam. Cụ thể các thương vụ M&A lựa chọn đối tác bên mua thông qua đấu thầu cạnh tranh thì khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt của các tổ chức tài chính ở Việt Nam cao hơn 4,5% so với các thương vụ M&A lựa chọn đối tác bên mua thông qua các hình thức khác (với tác động biên là 0,054).

Tỷ lệ M&A theo % vốn sở hữu của công ty mục tiêu, với mức ý nghĩa thống kê nhỏ hơn 1% và hệ số beta 6,2890 cho thấy biến tỷ lệ M&A có tác động thuận đến khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt của các tổ chức tài chính ở Việt Nam. Cụ thể các thương vụ M&A có tỷ lệ M&A càng cao thì khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt cao hơn so với các thương vụ có tỷ lệ M&A thấp là 8,8% (với tác động biên 0,088). Tuy nhiên hạn chế của đề tài cũng như những nghiên cứu trước đó là chưa xác định được ngưỡng tỷ lệ cao và thấp đối với chỉ tiêu tỷ lệ M&A.

Tổng tài sản bên mua, với mức ý nghĩa thống kê nhỏ hơn 5% và hệ số beta 0,0088 cho thấy biến tài sản bên mua hay là bên công ty mục tiêu càng cao thì khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt của các tổ chức tài chính Việt Nam càng cao. Cụ thể các công ty mục tiêu có tài sản lớn thì khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt lớn hơn với những công ty mục tiêu có tổng tài sản thấp. Tuy nhiên cũng mắc phải hạn chế như biến tỷ lệ M&A.

Các kết quả này phù hợp với giả thuyết đặt ra và các kết quả nghiên cứu trước đó. Để đảm bảo không có hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy, ma trận tương quan được lập (Bảng 2.11). Thông tin từ ma trận tương quan cho biết hệ số tương quan giữa các biến nhỏ hơn 0,6. Điều này cho thấy giữa các biến không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Dựa vào Bảng 2.10, ta có hệ số xác định R^2 là 57,06%, cho thấy 5 biến trong mô hình có thể giải thích được 57,06% đối với biến phụ thuộc Y, mô hình (2) phù hợp và có ý nghĩa thống kê.

Bảng 2.11: Ma trận tương quan các biến độc lập

	X1	X2	X3	X4	X5
X1	1				
X2	-0,139	1			
X3	-0,258	0,032	1		
X4	-0,080	0,208	0,012	1	
X5	0,069	0,057	0,046	-0,317	1

(Nguồn: Xử lý số liệu từ phần mềm R)

2.3. Đánh giá và thảo luận

Từ kết quả nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn phương thức thanh toán trong M&A tại các tổ chức tài chính Việt Nam, có thể rút ra kết luận sau đây:

Thứ nhất, ba yếu tố ảnh hưởng chủ yếu đến sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A của các tổ chức tài chính tại Việt Nam là quốc gia của doanh nghiệp bên mua phương thức đấu thầu trong M&A và tỷ lệ M&A. Cụ thể: đối với các thương vụ có bên mua là doanh nghiệp nước ngoài, được hình thành thông qua hình thức đấu thầu cạnh tranh hoặc có tỉ lệ mua bán và sáp nhập càng cao thì xác suất sử dụng tiền mặt để thanh toán càng cao.

Thứ hai, hai yếu tố tác động tương đối ít đến sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A của các tổ chức tài chính tại Việt Nam là quy mô thương vụ và tổng tài sản bên bán. Cụ thể: đối với các thương vụ có quy mô thương vụ càng lớn hoặc tổng giá trị tài sản bên bán càng lớn thì xác suất sử dụng tiền mặt để thanh toán càng cao.

CHƯƠNG 3: MỘT SỐ GỢI Ý VÀ KHUYẾN NGHỊ VỀ PHƯƠNG THỨC THANH TOÁN PHÙ HỢP VỚI ĐẶC ĐIỂM VÀ TÍNH CHẤT CỦA CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH Ở VIỆT NAM

3.1. Định hướng phát triển M&A trong thời gian tới của Việt Nam trong lĩnh vực tài chính – ngân hàng

Theo báo cáo của Diễn đàn M&A 2018, trong 6 tháng đầu năm 2018, tổng giá trị các thương vụ M&A tại Việt Nam đạt 3,55 tỷ USD, bằng 155% cùng kỳ năm 2017. Trong đó, mảng tài chính - ngân hàng đứng thứ 2 trong các thương vụ M&A với 19,06% tổng giá trị các thương vụ, chỉ đứng sau mảng bất động sản. Trong lĩnh vực ngân hàng, các giao dịch tập trung vào mua lại các công ty tài chính tiêu dùng, công ty quản lý thẻ, dịch vụ tài chính nhằm phục vụ nhu cầu ngày càng tăng của thị trường.

Theo ông Đặng Xuân Minh, Tổng giám đốc Công ty AVM, dự báo trong M&A mảng ngân hàng và dịch vụ tài chính, trong thời gian tới các nhà đầu tư quan tâm các lĩnh vực tài chính cá nhân, tài chính tiêu dùng, hoạt động thẻ, công nghệ ngân hàng v.v. vốn là những mảng còn nhiều tiềm năng đối với Việt Nam. “Nhà đầu tư nước ngoài sẽ còn cơ hội, chẳng hạn như BIDV. Các công ty tài chính, hoặc bảo hiểm của các ngân hàng cũng sẽ cần tìm đối tác để phát triển nhằm đảm bảo sức cạnh tranh trên thị trường.

Nhấn mạnh về tiềm năng cho M&A trong lĩnh vực này, tại Diễn đàn M&A 2018, Phó Thủ tướng Vương Đình Huệ cho biết Việt Nam sẽ tiếp tục tái cơ cấu mạnh mẽ lĩnh vực tài chính, ngân hàng. Theo đó, Chính phủ sẽ bán và chuyển giao những ngân hàng yếu kém và trong tình trạng đặc biệt như Ngân hàng Xây dựng, GP Bank, Oceanbank... Đáng chú ý, tuy Chính phủ sẽ không cấp thêm giấy phép cho ngân hàng 100% vốn ngoại, nhưng sẽ cho phép ngân hàng nước ngoài mua ngân hàng yếu kém trở thành 100% vốn nước ngoài tại Việt Nam. Đặc biệt, Chính phủ cũng sẽ tổ chức cổ phần hóa và thoái vốn khỏi các ngân hàng nhà nước, trong đó, Agribank đã có lộ trình IPO vào 2019, BIDV và VCB đang thực hiện chủ trương bán bớt vốn thông qua việc phát hành thêm cổ phần cho các nhà đầu tư.

Bên cạnh việc tái cơ cấu các ngân hàng, Ngân hàng Nhà nước cũng đang xây dựng phương án tái cơ cấu gần 40 công ty tài chính của các tập đoàn, tổng công ty nhà

nước, trong đó sẽ tính tới việc bán chuyển nhượng vốn cho các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài.

Về triển vọng của M&A mảng tài chính, ngân hàng trong thời gian tới, ông Nguyễn Quốc Việt, chuyên gia về M&A nhận định, “Với việc cho phép nhà đầu tư nước ngoài có thể sở hữu đến 100% cổ phần của các ngân hàng yếu kém chắc chắn sẽ tạo ra sự hấp dẫn hơn đối với đầu tư vào ngân hàng và M&A ở ngân hàng sẽ sôi động hơn”. Bên cạnh đó, trong thời gian tới việc bán vốn của BIDV cho nhà đầu tư nước ngoài đến từ Hàn Quốc cũng sẽ là thương vụ có giá trị khá lớn. Chưa kể, sang năm 2019 Việt Nam sẽ IPO Agribank... sẽ góp phần vào bức tranh sôi động của M&A ngân hàng.

Cũng theo ông Nguyễn Quốc Việt, hiện các ngân hàng trong nước đang có xu hướng hợp nhất và chủ động M&A. Xu hướng này sẽ vẫn tiếp tục trong thời gian tới. Về phía các nhà đầu tư nước ngoài, họ quan tâm nhiều hơn đến các ngân hàng trong top 10. “Nếu mua cổ phần thì các nhà đầu tư nước ngoài sẽ mua lại cổ phần của các ngân hàng trong nhóm này như Techcombank, TPBank... là những ngân hàng đang có thị phần tốt. Với các ngân hàng top dưới, nhà đầu tư nước ngoài sẽ không mua cổ phần dưới 50% mà chỉ mua với tỷ lệ được kiểm soát. Do đó, các ngân hàng trong nước về cơ bản sẽ chủ động để sáp nhập, tái cấu trúc”, ông Nguyễn Quốc Việt nhận định.

3.2. Xu hướng lựa chọn phương thức thanh toán chủ yếu của các tổ chức tài chính Việt Nam hiện nay

Thanh toán bằng tiền mặt là hình thức chủ yếu trong các giao dịch M&A tại Việt Nam trong những năm qua. Bởi lẽ, bên đầu tư đa phần là các quỹ đầu tư tài chính mua một phần công ty mục tiêu, hoặc các công ty trong nước và nước ngoài có sẵn hoặc có khả năng huy động nguồn tiền mặt để mua một phần hoặc mua toàn bộ công ty mục tiêu.

Trong khi đó, bên bán muốn tìm đối tác chiến lược hoặc thoái vốn thông qua bán một phần hoặc toàn bộ doanh nghiệp dưới hình thức thanh toán bằng tiền mặt. Hình thức trên giúp giao dịch M&A có thể nhanh chóng được hoàn tất, đặc biệt là giao dịch có cấu trúc đơn giản.

Tại các quốc gia phát triển, hoán đổi cổ phiếu, hoặc kết hợp giữa tiền mặt và cổ phiếu là phương thức giao dịch được ưa chuộng. Hình thức hoán đổi cổ phiếu được áp dụng trong các giao dịch M&A mà các bên muốn được chia sẻ lợi ích và rủi ro của việc hợp nhất, hoặc trong trường hợp 2 doanh nghiệp hợp nhất có quy mô tương đương.

Tại Việt Nam, giao dịch M&A thông qua hoán đổi cổ phiếu chỉ mới xuất hiện trong hơn 1 năm trở lại đây. Chẳng hạn, Công ty Xi măng Hà Tiên 1 phát hành một số cổ phiếu để đổi 100% lượng cổ phiếu đang lưu hành của Công ty Xi măng Hà Tiên 2 theo tỉ lệ 1:1.

Hay Công ty Cổ phần Mirae Fiber (KMF) sáp nhập vào Công ty Cổ phần Mirae (KMR) theo hình thức KMR mua lại 100% vốn của KMF thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu với tỉ lệ chuyển đổi 1:1,35.

Tuy nhiên, có thể thấy, các công ty trong 2 giao dịch trên đều là “người cùng một nhà” (có cùng cổ đông chi phối), nên việc chuyển đổi cổ phiếu cũng dễ dàng. Nếu không có yếu tố thuận lợi này, giao dịch M&A tại Việt Nam vẫn chủ yếu bằng tiền mặt.

Về mặt kỹ thuật, việc phát hành thêm cổ phiếu để chuyển đổi cũng như thực hiện các quy định pháp lý tại Việt Nam không phải là khó. Tuy nhiên, trên thực tế, việc hoán đổi cổ phiếu lại không dễ dàng vì nhiều lý do.

Thứ nhất là việc xác định tỉ lệ hoán đổi cổ phiếu dựa trên giá trị doanh nghiệp của mỗi bên trong giao dịch. Không dễ để chấp nhận giá của một doanh nghiệp khác và không đơn giản để thuyết phục đối tác về giá của doanh nghiệp mình đưa ra.

Thứ hai là sự khác biệt về chiến lược, quan điểm kinh doanh và văn hóa khi cả 2 bên cùng trở thành cổ đông của công ty hợp nhất. Khó khăn thứ 3 xuất phát từ hạn chế trong văn hóa hợp tác cùng chia sẻ lợi ích và rủi ro khi hoán đổi cổ phiếu.

Chính khả năng thấp trong việc tháo gỡ các khó khăn khi hoán đổi cổ phiếu đã làm hạn chế số lượng giao dịch M&A thành công tại Việt Nam. Tuy nhiên, khi nguồn vốn không cho phép thực hiện các giao dịch M&A bằng tiền mặt và đứng trước sức ép cạnh tranh trong và ngoài nước cùng với quá trình hợp nhất và phá sản trong một số ngành, hình thức hoán đổi cổ phiếu sẽ là lựa chọn khả thi tại Việt Nam trong thời gian tới.

3.3. Tình hình M&A tại Việt Nam của các công ty tài chính 6 tháng đầu năm 2018 và đưa ra sự lựa chọn trong phương thức thanh toán trong M&A đối với các thương vụ

**Bảng 3.1: Một số thương vụ 6 tháng đầu năm 2018
lĩnh vực tài chính, ngân hàng, bảo hiểm**

	Target company	Acquiror	M&A size (US\$ml)	Stake	Date	Sector
1	Prudential Vietnam Finance Co.,Ltd	Shinhan Card Co., Ltd	151,00	0.00%-100.00%	23/01/18	Financial services
2	Asia Commercial Bank (ACB)	Estes Investment Ltd	152,00	0.00%-6.52%	9/01/18	Banks
3	Vietnam's Asia Commercial Bank (ACB)	Alp Asia Finance Vietnam Ltd	220,00	0.00%-10.00%	7/5/18	Banks
4	Techcombank	Warburg Pincus LLC	370,00	0.00%-100%	12/03/18	Banks

(Nguồn: Diễn đàn M&A 2018)

Thứ nhất, bốn thương vụ tiêu biểu trong 6 tháng đầu năm lĩnh vực tài chính – ngân hàng đều thông qua hình thức đấu thầu cạnh tranh công khai, do đó nếu lựa chọn hình thức thanh toán bằng tiền mặt tăng khả năng thành công khi thực hiện M&A

Thứ hai, Bên thầu tóm của một trong 3 thương vụ, cụ thể thương vụ 1, 2 và 4 thuộc doanh nghiệp nước ngoài. Do đó đối với 3 thương vụ này có khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt khi thực hiện M&A. Đối với thương vụ thứ 3 là một doanh nghiệp Việt Nam nên đối với thương vụ này khi xét yếu tố bên thầu tóm thì khả năng sẽ lựa chọn 2 phương thức thanh toán còn lại hoặc bằng hoán đổi cổ phiếu hoặc bằng phương thức thanh toán hỗn hợp.

Thứ ba, đối với thương vụ thứ 1 và thứ 4 có tỷ lệ mua bán và sáp nhập cao 0,00%-100% do đó khả năng lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt đối với 2 thương vụ này khá cao. Hai thương vụ còn lại với tỷ lệ mua bán và sáp nhập khá thấp. Cụ thể, thương vụ 2 với tỷ lệ M&A tối đa là 6,52% và thương vụ 3 với tỷ lệ M&A tối đa là 10%, khả năng lựa chọn 2 phương thức thanh toán còn lại cao hơn so với phương thức lựa chọn phương thức thanh toán bằng tiền mặt.

Thứ tư: Quy mô thương vụ và tổng tài sản của công ty mục tiêu của các thương vụ nêu trên khi so sánh với những thương vụ đã thực hiện trong quá khứ tương đối cao. Đặc biệt với thương vụ thứ 3 và 4 khá lớn, nên khả năng thanh toán bằng tiền mặt tương đối cao.

3.4. Một số điểm cần lưu ý khi áp dụng mô hình sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A của các tổ chức tài chính tại Việt Nam

- Thông tin số liệu tổng hợp cần được công khai và minh bạch của cả công ty mục tiêu và công ty đầu tư.

- Cần xem xét tổng thể các yếu tố ảnh hưởng và mức độ ảnh hưởng để phân chia theo thứ tự ưu tiên khi đưa ra quyết định lựa chọn phương thức thanh toán.

- Đối với các chỉ tiêu ví dụ như quy mô thương vụ và quy mô tài sản của công ty mục tiêu cần đưa ra các thang đánh giá để loại và so sánh xem xét mức giá trị bao nhiêu thì được gọi là lớn, trung bình và nhỏ. Điều này là cần thiết để quyết định đối với việc lựa chọn phương thức thanh toán phù hợp khi căn cứ vào các ngưỡng cụ thể.

PHẦN III: KẾT LUẬN

1. Kết luận

Nghiên cứu đã đạt được mục tiêu ban đầu đặt ra là xác định các yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A (hoặc bằng tiền mặt hoặc bằng hoán đổi cổ phiếu) của các tổ chức tài chính tại Việt Nam. Sau khi phân tích mô hình ban đầu với 8 biến được xác định dựa trên các lý thuyết giải thích về M&A gồm M&A_size (X2), Bidding (X3), M&A_ratio (X4), M&A_option (X6) biến phản ánh tính chất của thương vụ; Asset (X5), Revenue (X7), Ebitda (X8) nhóm các biến phản ánh đặc điểm của bên bán hay bên công ty mục tiêu và biến Foreign (X1) là biến phản ánh đặc điểm của bên mua hay công ty thu tóm. Kết quả phân tích cho thấy, biến Foreign (X1), M&A_size (X2), Bidding (X3), M&A_ratio (X4) và Asset (X5) là những yếu tố ảnh hưởng tới sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A của các tổ chức tài chính tại Việt Nam.

Trong năm nhân tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn ba yếu tố ảnh hưởng chủ yếu đến sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A của các tổ chức tài chính tại Việt Nam là quốc gia của doanh nghiệp bên mua phương thức đấu thầu trong M&A và tỷ lệ M&A. Cụ thể: đối với các thương vụ có bên mua là doanh nghiệp nước ngoài, được hình thành thông qua hình thức đấu thầu cạnh tranh hoặc có tỉ lệ mua bán và sáp nhập càng cao thì xác suất sử dụng tiền mặt để thanh toán càng cao. Ngoài ra hai yếu tố tác động tương đối ít đến sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A của các tổ chức tài chính tại Việt Nam là quy mô thương vụ và tổng tài sản bên bán. Cụ thể: đối với các thương vụ có quy mô thương vụ càng lớn hoặc tổng giá trị tài sản bên bán càng lớn thì xác suất sử dụng tiền mặt để thanh toán càng cao.

Nghiên cứu cũng rút ra được một số nhận định về các thương vụ trong tương lai dựa vào kết quả nghiên cứu, cụ thể là bốn thương vụ đầu năm 2018 và một số điểm cần lưu ý khi áp dụng mô hình sự lựa chọn phương thức thanh toán M&A của các tổ chức tài chính tại Việt Nam như cần xem xét tổng thể các yếu tố ảnh hưởng và mức độ ảnh hưởng để phân chia theo thứ tự ưu tiên khi đưa ra quyết định lựa chọn phương thức thanh toán. Đối với các chỉ tiêu ví dụ như quy mô thương vụ và quy mô tài sản của công ty mục tiêu cần đưa ra các thang đánh giá để loại và so sánh xem xét mức giá trị bao nhiêu thì được gọi là lớn, trung bình và nhỏ. Điều này là cần thiết để quyết

định đối với việc lựa chọn phương thức thanh toán phù hợp khi căn cứ vào các ngưỡng cụ thể.

2. Hạn chế của đề tài

- Việc phân định các loại hình công ty và các ngành nghề vẫn còn mang tính tương đối. Do đó việc lựa chọn các công ty mục tiêu là các tổ chức tài chính vẫn mang tính tương đối, do một số tập đoàn thực hiện nhiều loại hình kinh doanh cũng như các lĩnh vực kinh doanh đa dạng khác nhau.

- Chỉ thực hiện 1 mô hình với giả định biến phụ thuộc bằng 1 nếu sử dụng phương thức thanh toán bằng tiền mặt và bằng 0 nếu sử dụng 2 phương thức thanh toán còn lại. (do đặc thù M&A tại Việt Nam hiện nay chưa có sử dụng phương thức thanh toán hỗn hợp)

- Chưa xác định được ngưỡng xác định đối với một vài chỉ tiêu về quy mô và giá trị

Tr
ng
i h C Kinh t

PHỤ LỤC

VIETNAM M&A TRANSACTION 2017 - 1H2018

Sector: **FOOD & BEVERAGE**

Acquiror	THAILAND	Type	AnDate	Size (US\$m)	Stake
Thai Beverage (ThaiBev)		Majority	19/12/2017	4,696.00	0.00% → 53.59%
Target Name	<p>ThaiBev, through its ownership of local subsidiary Vietnam Beverage, won the bidding for an almost 54% holding in SABECO. ThaiBev emerged as the only major investor to bid in what had been billed as the hottest auction of Vietnam's biggest asset sale. Vietnam's Ministry of Industry and Trade sold the SABECO stake for VND 320,000 (\$14.09) a share, which was 3.5% premium over Monday's closing price.</p>				
Target Name	<p>SABECO was a SOE, and the largest brewery in Vietnam. There are only a few key players in Vietnam beverage industry and SABECO already has the largest market with 40% share, and the largest distribution channel. Recognizing the potentials of such fast-growing consumer market in Vietnam, as well as the rare occasion of capital divestment from the government, ThaiBev bid approximately \$4.7bn to be the major stake holder of SABECO and officially entered the beverage industry of Vietnam. ThaiBev is owned by Thai billionaire Sirivadhanabhakdi, who had special interested in Vietnam market and many of his companies held majority stakes in Vietnamese players like Metro Cash&Carry (from Germany), Vinamilk, Phu Thai Group, Hanoi Melia Hotel, etc.</p>				
Seller	<p>Vietnam Ministry of Industry and Trade</p>				

Sector: **REAL ESTATE**

Acquiror	SINGAPORE	Type	AnDate	Size (US\$m)	Stake
GIC Pte Ltd.		Minority	20/04/2018	1,300.00	0.00% → 5.74%
Target Name	<p>Vingroup, Vietnam's biggest conglomerate decided to list Vinhomes on HOSE, and held the largest initial public offering of the first half of 2018 in Vietnam. Singapore's sovereign wealth fund GIC agreed to buy Vinhomes shares and extend the company a debt-like instrument in a US\$1.3 billion deal ahead of the planned equity offering. During the IPO of Vinhomes, GIC paid about US\$850 million for a 5.74% stake.</p>				
Target Name	<p>Vinhomes</p>				
Seller	<p>GIC Pte Ltd is the sovereign wealth fund established by the Government of Singapore to manage Singapore's foreign reserves. GIC was no stranger to Vietnam's market, having already acquired stakes of Vietnamese key player businesses. Before the Vinhomes deals came through, GIC Pte Ltd. had already owned a 7% in Vietcombank, 5% stake in Masan Group, 5.5% in VietJet, 0.7% in Vinamilk, and 3.5% FPT. Its total holdings reached a total value of US\$658.6mn (for disclosed deals amount only).</p>				
Seller	<p>Vingroup</p>				

Sector: **FOOD & BEVERAGE**

Acquiror	SINGAPORE	Type	AnDate	Size (US\$m)	Stake
Jardine C&C		Minority	17/11/2017	1,150.00	0.00% → 10.03%
Target Name	<p>Vinamilk was the largest dairy corporation in Vietnam who owned 58% of market share in Vietnam's dairy market. It was also the largest listed company in the country by market capitalization - some US\$10.9 billion as of Nov 2017. In terms of scale, Vinamilk operated 13 dairy factories, owned 10 cow farms and had 240,000 retailers as exclusive distributors. Vinamilk had presence in over 43 countries and territories outside Vietnam and was also 18.74% owned by Singapore-based Fraser & Neave (F&N)</p>				
Target Name	<p>Vinamilk</p>				
Seller	<p>Jardine C&C paid US\$1,150mn for 10.03% stake in the Vietnamese dairy giant. Jardine C&C was an investment holding company from Singapore, engaged in a variety of sectors: automotive, financial, heavy equipment and mining, agriculture, infrastructure and logistics, information technology, and property businesses in South East Asia. The acquisition of Vinamilk was in line with the Jardine C&C group's strategy of investing in market-leading companies in the region.</p>				
Seller	<p>#N/A</p>				

Sector: REAL ESTATE

Acquiror	HONG KONG	Type	AnDate	Size (US\$m)	Stake
Hong Kong Land		Minority	14/03/2017	400.00	0.00% → N/A
Target Name	CII and Hong Kong Land signed a cooperation contract to jointly develop Thu Thiem River Park in Thu Thiem New Urban Town, District 2, Ho Chi Minh City whereas Hong Kong Land owned undisclosed stakes in Thu Thiem River Park project for US\$400mn.				
Thu Thiem River Park	CII was founded by the end of 2001 to act as an instrument for the Ho Chi Minh City People's Committee to fundraise from private sources to invest in infrastructure developments. Thu Thiem New Urban Town was much expected to beautify and contribute to Ho Chi Minh city's urban planning. Hong Kong Land was property investment, management and development groups with premium commercial and residential property interests across Asia. This was Hongkong Land's second residential project in Vietnam				
Seller	The project, if implemented successfully would provide around 1,140 units including luxury apartments, sky villas and garden apartments. Further amenities include swimming pools, public green areas, supermarkets and more; ensuring a comfortable, convenient, modern living environment.				
Ho Chi Minh City Infrastructure Investment JSC (CII)					

Sector: BANKS

Acquiror	UNITED STATES	Type	AnDate	Size (US\$m)	Stake
Warburg Pincus LLC		N/A	12/03/2018	370.00	0.00% → N/A
Target Name	Warburg Pincus agreed to invest US\$370mn in Technological and Commercial Joint Stock Bank (Techcombank), marking the largest private equity investment to date in Vietnam. Techcombank was one of the leading commercial banks in Vietnam with a sustainable financial foundation and strong product - service portfolio. HSBC Vietnam used to back up Techcombank as its majority stake holder. However, HSBC announce to divest its capital in Techcombank in 2017. It was quite easy for Techcombank to attract capital given its strong performance in Vietnam banking industry.				
Techcombank					
Seller	Warbug Pincus was a private equity firm based in the U.S. aiming to invest in companies that had sustainable growth. The firm had made several major investments in Vietnam in previous years such as US\$300mn into Vincom Retail, US\$300mn into VinaCapital to invest in and US\$200mn into Becamex IDC Corp. Warburg Pincus did not disclose the size of its stake Techcombank following the transaction but a source familiar with the matter said it would own less than 10 percent and that it would become one of the bank's biggest shareholders.				
HSBC Vietnam					

Sector: REAL ESTATE

Acquiror	JAPAN	Type	AnDate	Size (US\$m)	Stake
Hankyu Realty & Nishi-Nippon Railroad		Majority	22/04/2017	306.50	50.00% → 100.00%
Target Name	Mizuki Park Binh Chanh was a luxury residential area project in District 7, Ho Chi Minh City. Prestigious domestic and international companies would be involved in architectural design, landscape design, and infrastructure at Mizuki Park. Nam Long Investment Corp was township developer with market broadly covered Ho Chi Minh City and other growing cities. As a fast-moving group powered by 14 dynamic subsidiaries and associates, Nam Long was a preferred destination for both local and international investors. Mizuki Park was the fourth co-operation between Nam Long Investment and the two Japanese investors, after three highly successful projects like Flora Sakura, Kikyo Residences, and Fuji Residence.				
Mizuki Park					
Seller	Nishi-Nippon Railroad was one of Japan's "Big 16" private railroad companies. Nishi-Nippon Railroad operated local and highway buses, supermarkets, real estate and travel agencies, as well as railways. Hankyu Realty Co. Ltd. operated as a real estate management. Hankyu Realty sold and leased real estate properties, provided brokerage and consulting services on real estate, as well as appraises the properties. Hankyu Realty also operated insurance agency, sports facilities, and parking lot. Hankyu Realty and Nishi-Nippon Railroad both held 50% stake in Mizuki Park.				
Nam Long Investment					

Sector: REAL ESTATE

Acquiror	UNITED STATES	Type	AnDate	Size (US\$m)	Stake
Warburg Pincus LLC & VinaCapital Group		Majority	27/02/2017	300.00	50.00% → 100.00%
Target Name	Warburg Pincus and VinaCapital, a Vietnamese investment management and real estate development firm, came to agreement in making an investment of US\$300mn to form a hotel venture in Southeast Asia. This included the 100% acquisition of Serenity Holdings, a company previously owned by Mr. Don Lam - CEO of VinaCapital - and Mr. Marco van Aggele.				
Serenity Holdings	The joint venture was established with the vision of making Vietnam the leading hotel market in Southeast Asia. The project's long-term goal is to seize the opportunity from the strong-growing tourism industry in the next 5-10 years, especially from China.				
Seller	Serenity Holdings is a beachside resort & city hotel management company, popular for its flagship resorts, Fusion Maia Da Nang & Fusion Resort Nha Trang.				
Serenity Holdings					

Sector: REAL ESTATE

Acquiror	SINGAPORE	Type	AnDate	Size (US\$m)	Stake
Keppel Land		Majority	29/12/2017	297.00	0.00% → 100.00%
Target Name	Keppel Land signed US\$297mn sales and purchase agreements to acquire 100% interest in two prime sites in Ho Chi Minh City: in the South and in District 9. In the South site, Keppel Land planned to develop about 220 landed homes and a 1,029-unit high-rise condominium. The two developments would span a gross floor area (GFA) of about 36,110 and 141,540 square meters, respectively.				
Prime sites in South of Saigon	Keppel Land was a conglomerate headquartered in Singapore. The company consisted of several affiliated businesses that specialized in offshore and marine, property, infrastructure and asset management businesses. Keppel Land had invested in several projects in Vietnam over the years, in particular six real estate projects during 2017-1H2018.				
Seller	#N/A				
#N/A					

Sector: REAL ESTATE

Acquiror	VIETNAM	Type	AnDate	Size (US\$m)	Stake
Shinhan Bank Vietnam Ltd		Minority	21/04/2018	240.00	0.00% → 100.00%
Target Name	Shinhan Bank Vietnam Ltd was a local operation in Vietnam of Shinhan Bank South Korea. Shinhan Bank was one of the biggest bank corporation in South Korea and in recent years had been expanding operation across borders and had presence in Vietnam since 1993 through Shinhan Bank Vietnam Ltd. Australia and New Zealand Banking Group (ANZ) was one of the biggest bank by market capitalization in Australia and had been operating in Vietnam also since 1993.				
Retail Division of ANZ Bank (Vietnam) Ltd	ANZ had been unsatisfied with its businesses in Vietnam because of high bad debt ratios and poor risk management at local financial institutions, and the legal system. ANZ Bank Vietnam shut its own doors in a transaction that transferred the entire retail division, six transaction offices and 125,000 individual customers to Shinhan Bank for US\$240mn. This successful transaction had been considered as a big step for Shinhan Bank Vietnam's development in Vietnam market, as well as a boost of confidence for Vietnam retail banking in upcoming time				
Seller	ANZ Bank				
ANZ Bank					

VIETNAM M&A TRANSACTION 2017 - 1H2018

Sector: BANKS

Acquiror	VIETNAM	Type	AnDate	Size (US\$m)	Stake
Alp Asia Finance Vietnam Ltd		Minority	07/05/2018	220.00	0.00% → 10.00%
Target Name	Asia Commercial Bank (ACB) was the largest private bank in Vietnam by assets. ACB demonstrated strong performance, with consolidated profit of approximately more than US\$85.7mn by the end of 2017, up 60 per cent year-on-year.				
Vietnam's Asia Commercial Bank (ACB)	Nevertheless, Standard Chartered Hong Kong ended twelve year partnership with ACB, offloading its entire holding of more than 154 million shares in the Vietnamese bank. The foreign bank explained it was under pressure to cut costs after suffering losses from emerging markets. There seemed to be a trend that foreign banks are withdrawing investment from local banks like cases of ANZ and BNP Paribas.				
Seller	Alp Asia Finance Vietnam Ltd secured 10% stake in ACB for US\$220mn. Under Alp Asia Finance Vietnam Ltd, two foreign funds Sather Gate Investments Ltd and Whistler Investments Ltd each owned 5% stake in ACB.				
Standard Chartered Bank (Hong Kong) Ltd					

Sector: INDUSTRIAL GOODS & SERVICES

Acquiror	UNITED STATES	Type	AnDate	Size (US\$m)	Stake
Warburg Pincus, Becamex IDC		Majority	01/05/2017	200.00	0.00% → 100.00%
Target Name	Warburg Pincus, LLC is an American private equity firm that is no stranger to Vietnam's investment scene. Becamex IDC is a Vietnamese Government sanctioned State owned Investment and a development company for Binh Duong Province. Warburg Pincus decided to team up with a Vietnamese industrial real estate developer Becamex IDC Corp to form an US\$200mn logistics joint venture. Through the deal, Warburg hopes to capitalize on growing demand for warehouses and manufacturing space in the country which reported GDP growth of 6.8% last year.				
BWID BW Industrials Development Ltd					
Seller	The new venture, BW Industrial Development Joint Stock Company (BWID), is said to be focusing on developing institutional-grade logistics and industrial properties across Vietnam.				
N/A					

Sector: REAL ESTATE

Acquiror	SINGAPORE	Type	AnDate	Size (US\$m)	Stake
CapitaLand		Majority	16/11/2017	177.00	0.00% → 100.00%
Target Name	CapitaLand was one of Asia's largest real estate companies headquartered and listed in Singapore. In Nov 2017, CapitaLand Ltd acquired an 870-unit residential development in Vietnam at a total value of US\$177mn. The acquisition has propelled the number of CapitaLand's residential portfolio to 11 projects in Vietnam. Located in District 4, HCMC, this area was also its ninth residential unit in this busiest city of the country. The 1.45-hectare site, close to Saigon River, was designed for two 24-storey towers as well as retail units on the lower floors.				
870-unit Residential Development					
Seller	#N/A				
#N/A					

Sector: CONSTRUCTION & MATERIALS

Acquiror	THAILAND	Type	AnDate	Size (US\$m)	Stake
SCG Cement - Building Materials Co Ltd		Minority	07/03/2017	156.00	0.00% → 100.00%
Target Name	SCG Cement-Building Materials Co.,Ltd. operated as a subsidiary of The Siam Cement Public Co Ltd. SCG Cement-Building Materials manufactured and distributed building materials and construction products. Its products included grey and white cement, ready-mix concrete, mortar and refractory products, concrete paving blocks, roof and ceramic tiles, fiber-cement board and wood substitutes, sanitary ware and fittings, and insulation.				
Vietnam Construction Materials JSC	Vietnam Construction Materials (VCM) was established in 2008 by international conglomerate Kusto. It produced cement bearing the brand STARCEMENT, STARMAX, and STARPRO, and exported clinkers to Bangladesh, Malaysia, and the Philippines. VCM had a capacity of 3.1 million tonnes a year. According to SCG, the plant had the potential to be more efficient. The deal acquiring VCM brought SCG's cement capacity outside Thailand, across South East Asia to 10.5 million tons, relative to its 23-million-ton capacity in Thailand.				
Seller	#N/A				

Sector: REAL ESTATE

Acquiror	VIETNAM/ JAPAN	Type	AnDate	Size (US\$m)	Stake
An Gia Investment and Greed Group		N/A	12/03/2017	152.80	0.00% → N/A
Target Name	La casa residential complex in District 7 Ho Chi Minh City was owned by Van Hung Phat Corp. It had a total area of 6.35 ha. The project consisted of 6 blocks from 28-35 floors and 1 block office-tel. The building included 66 units and other functional areas such as hospitals, commercial areas, services and parking.				
remaining blocks of La casa project	Many investors bid in La casa, and the latest one were An Gia Investment (Vietnam) and Greed Group (Japan). An Gia Investment had acquired a series of real estate projects in Ho Chi Minh City such as The Garden (Tan Phu District) of NAKYCO Investment Limited Company; Angia Star (Binh Tan District) of Tan Binh Investment Construction JSC. The M&A trend in the real estate market contributed to the establishment and shaping of sufficiently financially capable units to develop well-endowed projects in the market.				
Seller	Van Hung Phat Corp.				

Sector: BANKS

Acquiror	HONG KONG	Type	AnDate	Size (US\$m)	Stake
Bank of China Hong Kong Holdings Ltd		Majority	06/11/2017	152.00	0.00% → 100.00%
Target Name	BOC Hong Kong Holdings Ltd announced that it had entered into Agreements with Bank of China ("BOC") in relation to the transfer of the Vietnam Business and the Philippines Business respectively, as part of the restructuring exercise of the BOC Group in the ASEAN region. The consideration for the proposed transfer of the Vietnam Business is US\$152mn.				
Bank of China Ltd (HoChiMinh City Branch)	With the proposed transfers of the Vietnam Business and the Philippines Business, together with the previous acquisitions of subsidiaries and/or businesses from BOC in Malaysia, Thailand, Indonesia and Cambodia, as well as the establishment of the Brunei Branch, BOCHK would transform into an internationalized regional bank.				
Seller	#N/A				

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tài liệu Tiếng Anh

1. Boateng, A., & Bi, X. (2014). Acquiring characteristics and method of payment: Evidence from Chinese mergers and acquisitions. *Managerial and decision economics*.
2. DeYoung, R., Evanoff, D.D. & Molyneux. (2009). Mergers and Acquisitions of Financial Institutions: A Review of the Post-2000 Literature. *Journal of Financial Services Research*.
3. Faccio, M., & Masulis, R. W. (2005, 6). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *The journal of finance*.

Tài liệu Tiếng Việt

1. Nguyễn Thị Minh Huyền (2009) Lý thuyết giải thích bản chất của M&A:
2. Duyên, N. N. (2011). Thực trạng và giải pháp đẩy mạnh M&A trong nền kinh tế Việt Nam. Luận án thạc sĩ, Trường Đại học kinh tế TP HCM.
3. Nguyễn Thị Minh Huyền. (2008). Các động lực của hoạt động mua bán doanh nghiệp ở Việt Nam. Tạp chí Kinh tế và Dự báo, 22.

Website

1. Báo cáo tài chính của các doanh nghiệp trong mẫu quan sát
2. Các diễn đàn M&A