

Thực trạng quản trị công ty và một số ảnh hưởng đến hoạt động sáp nhập, mua lại tại Việt Nam

Lê Thùy Dung*, Ngô Thị Tú Oanh, Đặng Thị Thảo

Trường Đại học Kinh tế Nghệ An

Ngày nhận bài 9/4/2019; ngày chuyển phản biện 11/4/2019; ngày nhận phản biện 28/5/2019; ngày chấp nhận đăng 8/6/2019

Tóm tắt:

Bài báo này tập trung phân tích thực trạng quản trị công ty và ảnh hưởng của quản trị công ty đến hoạt động sáp nhập và mua lại (merging and acquisition - M&A) ở Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy, quản trị công ty tại Việt Nam còn hạn chế, dẫn đến mức độ bất đối xứng thông tin của các công ty gia tăng, ảnh hưởng trực tiếp đến việc tìm kiếm mục tiêu trong quá trình sáp nhập, mua lại cũng như sự thành công của các thương vụ. Qua đó, các tác giả đề xuất một số giải pháp góp phần cải thiện chất lượng quản trị công ty, như hoàn thiện khung pháp lý, minh bạch thông tin và hoàn thiện bộ máy quản trị, điều hành.

Từ khóa: mua lại, quản trị công ty, sáp nhập.

Chỉ số phân loại: 5.2

Mở đầu

Quản trị công ty là một trong những vấn đề then chốt, quyết định trực tiếp quá trình thực hiện cũng như hiệu quả hoạt động của các công ty liên quan tới quá trình M&A [1, 2]. Chất lượng quản trị công ty góp phần thúc đẩy sự phát triển của các làn sóng M&A ở tất cả các ngành kinh doanh và khắp các vùng lãnh thổ. Mặc dù thị trường M&A Việt Nam đã có những bước phát triển vượt bậc trong thời gian qua, nhưng thực tế cho thấy tỷ lệ các thương vụ thành công còn rất thấp, với quy mô giao dịch tương đối nhỏ. Quản trị công ty là một trong những nguyên nhân tác động trực tiếp đến sự phát triển của thị trường M&A Việt Nam. Do đó, bài viết này sẽ tập trung làm rõ thực trạng quản trị công ty và phân tích một số ảnh hưởng của quản trị công ty đến hoạt động của thị trường M&A trong bối cảnh Việt Nam, từ đó đề xuất một số giải pháp nhằm cải thiện chất lượng quản trị công ty.

Nội dung nghiên cứu

Khung lý thuyết về quản trị công ty, M&A

Quản trị công ty:

Quản trị công ty là hệ thống các luật lệ, quy tắc, quy trình nội bộ và việc thực thi các nội dung đó nhằm định hướng, điều hành và kiểm soát công ty, liên quan tới các mối quan hệ giữa ban giám đốc, hội đồng quản trị và các cổ đông của một công ty với các bên có quyền lợi liên quan [3]. Gần đây, nghiên cứu của Buallay và cộng sự [4] cho rằng: “Quản trị công ty là sự kết hợp các chính sách, luật và các chỉ dẫn ảnh hưởng đến cách kiểm soát và quản lý công ty, bao gồm khung quy tắc đảm bảo tính minh bạch và công bằng trong mối quan hệ giữa công ty và các

cổ đông; khung quản trị công ty bao gồm cả các hợp đồng bên trong và bên ngoài giữa các nhân viên và các cổ đông liên quan đến trách nhiệm, phân chia quyền lợi nhằm tránh các xung đột về lợi ích”. Từ các quan điểm đưa ra, nhóm tác giả cho rằng “Quản trị công ty là hệ thống các quy tắc, quy trình và cách thức thực hiện áp dụng riêng của mỗi công ty được xây dựng dựa vào các định hướng được điều chỉnh trong các văn bản chính sách pháp luật nhằm điều hành, kiểm soát hoạt động của mỗi công ty để đạt được các mục tiêu chiến lược dài hạn trên cơ sở đảm bảo mối quan hệ hài hòa về trách nhiệm, lợi ích giữa các bên tham gia với công ty”. Nhìn chung, quản trị công ty là một tập hợp các quy tắc nhằm định hướng, điều hành và kiểm soát quá trình hoạt động của công ty dựa trên cơ sở đảm bảo quyền lợi cổ đông và các bên liên quan với công ty.

Cơ chế quản trị công ty có thể phân chia gồm cơ chế quản trị công ty nội bộ và cơ chế quản trị công ty bên ngoài [5]. Cơ chế quản trị nội bộ đề cập đến vai trò của hội đồng quản trị, giám đốc điều hành, hệ thống kiểm soát nội bộ trong việc điều hành, kiểm soát các hoạt động của công ty. Hoạt động của cơ chế quản trị công ty nội bộ được đặt trong mối tương quan với cơ chế quản trị bên ngoài liên quan đến thị trường vốn, thị trường sản phẩm, thị trường lao động và thị trường kiểm soát lao động [6]. Quản trị công ty hiệu quả sẽ góp phần giúp công ty có thể dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn từ bên ngoài như phát hành chứng khoán, M&A; thông qua quá trình kiểm tra, giám sát đảm bảo hoạt động kinh doanh đúng hướng và đạt hiệu quả tối ưu; đồng thời giúp tối đa hóa giá trị cũng như nâng cao vị thế của công ty trên thị trường. Tuy nhiên, sự yếu kém trong quản trị công ty sẽ dẫn đến tình trạng các nhà quản lý hành động vì mục tiêu cá nhân, kéo

*Tác giả liên hệ: ledung.vinh@gmail.com

Current status of corporate governance and some influences on merging and acquisition in Vietnam

Thuy Dung Le*, Thi Tu Oanh Ngo, Thi Thao Dang

Nghê An College of Economics

Received 9 April 2019; accepted 8 June 2019

Abstracts:

This article focuses on analyzing the state of corporate governance and the impact of corporate governance on the merging and acquisition market in Vietnam. The results show that corporate governance in Vietnamese is limited, leading to an increase in the information asymmetry level of enterprises, directly affecting the search goals during merging and acquisition as well as the success of business transactions. Based on the findings, the authors propose a number of solutions to improve the quality of corporate governance such as completing the legal framework, transparency of information and perfecting the governance and administration apparatus.

Keywords: acquisition, corporate governance, merging.

Classification number: 5.2

theo đó là sự giảm sút kết quả hoạt động kinh doanh, sụt giảm giá cổ phiếu, dẫn đến giảm giá trị công ty, thậm chí có thể xảy ra tình trạng phá sản. Có thể khẳng định, chất lượng quản trị công ty chính là nền tảng để phân biệt giữa các công ty với nhau. Ở nhiều quốc gia trên thế giới cũng như ở Việt Nam, các công ty sẽ xây dựng hệ thống quản trị của riêng mình trên cơ sở các quy định pháp luật của nước mình và tham khảo kinh nghiệm của OECD [3].

Sáp nhập và mua lại:

Theo DePamphilis, sáp nhập là sự kết hợp của hai hay nhiều công ty kết hợp thành một công ty, trong đó chỉ một công ty tồn tại, còn công ty bị sáp nhập sẽ chấm dứt sự tồn tại của nó [6]. Theo Luật Doanh nghiệp ban hành năm 2013 thì “Một hoặc một số công ty (sau đây gọi là công ty bị sáp nhập) có thể sáp nhập vào một công ty khác (sau đây gọi là công ty nhận sáp nhập) bằng cách chuyển toàn bộ tài sản, quyền, nghĩa vụ và lợi ích hợp pháp sang công ty nhận sáp nhập, đồng thời chấm dứt sự tồn tại của công ty bị sáp nhập”. Từ một số quan điểm về sáp nhập nêu

trên, nhóm tác giả cho rằng: “Sáp nhập là giao dịch tự nguyện giữa các bên tham gia, trong đó bên bị sáp nhập chuyển giao toàn bộ quyền sở hữu, quyền kiểm soát, quyền quản lý, các nghĩa vụ pháp lý về tài sản và các hoạt động kinh doanh có liên quan sang công ty nhận sáp nhập để hình thành một công ty mới, đồng thời chấm dứt sự tồn tại về mặt pháp lý cũng như mọi hoạt động của công ty bị sáp nhập trên thị trường”.

Theo Seth thì mua lại là việc một công ty khác mua lại một công ty, việc mua lại này có thể là mua lại tài sản cụ thể, một phần hoặc toàn bộ công ty [7]. DePamphilis đề cập thương vụ mua lại xảy ra khi một công ty nhận kiểm soát quyền sở hữu của một công ty khác, một công ty con hoặc tài sản của công ty [6]. Trong khi đó, khái niệm này đã được đề cập tại Luật Cạnh tranh ban hành năm 2004: “Mua lại doanh nghiệp là việc một doanh nghiệp mua toàn bộ hoặc một phần tài sản của doanh nghiệp khác đủ để kiểm soát, chi phối toàn bộ hoặc một ngành nghề của doanh nghiệp bị mua lại”. Mặc dù khái niệm mua lại được thể hiện theo nhiều khía cạnh khác nhau nhưng nhìn chung mua lại là một giao dịch kinh tế trong đó doanh nghiệp đi mua thu tóm một phần hay toàn bộ tài sản để có thể đạt được một phần hoặc toàn bộ quyền sở hữu, quyền kiểm soát, quyền quản lý tài sản, chi phối các hoạt động cũng như lĩnh vực kinh doanh của doanh nghiệp bị mua lại.

Điểm khác biệt cơ bản nhất giữa thương vụ sáp nhập và mua lại đó là sự tồn tại của công ty mục tiêu trong thương vụ. Theo đó, công ty mục tiêu trong thương vụ sáp nhập sẽ chấm dứt sự tồn tại hoạt động của mình, trong khi đó công ty mục tiêu trong thương vụ mua lại vẫn duy trì hoạt động của mình sau khi thương vụ đàm phán kết thúc.

Quản trị công ty và các thương vụ M&A:

Xem xét ở khía cạnh quản trị cấp quốc gia, nghiên cứu [8-11] cung cấp bằng chứng cho thấy chất lượng chính phủ của quốc gia tiếp nhận, mức độ bảo vệ nhà đầu tư, thuế thu nhập công ty, mức độ kiểm soát sự di chuyển vốn của quốc gia mục tiêu, tiêu chuẩn kế toán, tính minh bạch thông tin quốc gia ảnh hưởng trực tiếp đến việc lựa chọn khu vực thu tóm. Theo đó, xác suất xảy ra các thương vụ mua lại qua biên giới cao hơn so với các thương vụ mua lại nội địa khi quốc gia tiếp nhận đầu tư có mức độ bảo vệ nhà đầu tư thấp, chất lượng chính phủ kém, tính minh bạch thông tin cũng như tiêu chuẩn kế toán kém hơn so với quốc gia đầu tư.

Nếu xét từ khía cạnh quản trị cấp công ty, Thomsen và Conyon cho rằng, một trong những lý do dẫn đến sự tồn tại của quản trị công ty nhằm giảm thiểu các vấn đề liên quan giữa các cổ đông và những người quản lý, trong đó bao gồm cả các vấn đề liên quan quyết định M&A [12]. Quản trị công ty có vai trò quan trọng trong các thương vụ M&A, quyết định trực tiếp đến việc lựa chọn mục tiêu thu tóm và thành công của một thương vụ đàm phán. Theo Jensen và Ruback, một trong những nguyên nhân thúc đẩy làn sóng M&A tại Hoa Kỳ trong thập niên 80 của

thể kỷ trước là sự yếu kém trong hệ thống quản trị công ty [13]. Alba và cộng sự phát hiện thấy các công ty đến từ các quốc gia phát triển có xu hướng theo đuổi các công ty mục tiêu nước ngoài có quản trị công ty yếu hơn, bởi lẽ dường như việc tìm kiếm các công ty ở các quốc gia có môi trường quản trị kém hứa hẹn nhiều cơ hội cải thiện hiệu quả hoạt động của các bên tham gia [14].

Một số nghiên cứu đã kiểm tra ảnh hưởng của cơ chế quản trị công ty trong phạm vi M&A. Phần lớn các nghiên cứu về mối quan hệ giữa quản trị công ty và các thương vụ M&A đã chỉ ra ảnh hưởng của cơ chế quản trị nội bộ và quản trị bên ngoài đến giá trị cộng hưởng tạo ra trong các thương vụ thỏa thuận. Theo Kling và Weitzel thì sự kiêm nhiệm của giám đốc điều hành (CEO) ảnh hưởng trực tiếp đến xác suất thành công của thương vụ mua lại theo khu vực đầu tư [15]. Do đó, việc quyết định có tham gia vào thương vụ M&A hay không, lựa chọn mục tiêu có đặc điểm quản trị, lĩnh vực kinh doanh, khu vực đầu tư nào phụ thuộc rất lớn vào tầm nhìn và năng lực quản trị của những người đứng đầu công ty đầu tư. Jensen đã chỉ ra, một trong những nhiệm vụ quan trọng của hội đồng quản trị là đưa ra lời khuyên tốt nhất cho chiến lược hoạt động của công ty [16]. Croci và cộng sự khảo sát các thương vụ mua lại tại Anh giai đoạn 1990-2005 đã phát hiện được mức độ quá tự tin của các nhà quản lý ở các công ty đầu tư có tác động tiêu cực đến thu nhập công bố của các công ty này [17]. Nghiên cứu của Hamberg và cộng sự cung cấp bằng chứng cho rằng, thu nhập của cổ đông công ty đầu tư có xu hướng được cải thiện khi có đại diện tham gia vào hội đồng quản trị công ty mục tiêu, bởi lẽ nhiều khả năng họ có thể có được nguồn thông tin nội bộ của đối tác từ những người này [18]. Khi tiến hành khảo sát các thương vụ mua lại của Ấn Độ, Rani và cộng sự cũng nhận thấy chỉ số quản trị công ty (CGI) càng cao thì thu nhập trong ngắn hạn của các công ty đầu tư càng gia tăng [19]. Barger và cộng sự đã điều tra ảnh hưởng của sự bất đồng giữa các nhà quản lý - nhà đầu tư, cũng như vấn đề thông tin liên quan tới 623 thương vụ mua lại được công bố trong giai đoạn 1996-2006 và nhận thấy mức độ bất đồng giữa các nhà quản lý - nhà đầu tư có ảnh hưởng tiêu cực đến thu nhập của công ty đầu tư [20].

Caton và cộng sự xem xét các quyết định mua lại cổ phần của các công ty Anh trong giai đoạn 1991-2011 và đã phát hiện ra việc tìm kiếm các công ty mục tiêu có chất lượng quản trị kém giúp các công ty đầu tư cải thiện được hiệu quả hoạt động cũng như tạo giá trị cổ đông cao hơn sau khi có thông báo mua lại [21]. Ogada và cộng sự điều tra ảnh hưởng của các chiến lược M&A đến hiệu quả tài chính của các tổ chức hợp nhất, kết quả nghiên cứu xác nhận rằng, quy mô hội đồng quản trị có mối tương quan tỷ lệ thuận với giá trị cộng hưởng tạo ra sau khi thương vụ hoàn tất [22], kết quả này mâu thuẫn với Yermack và cộng sự [23].

Một số nghiên cứu khác nhấn mạnh tầm quan trọng của giám đốc độc lập tham gia trong hội đồng quản trị, đặc biệt trong việc

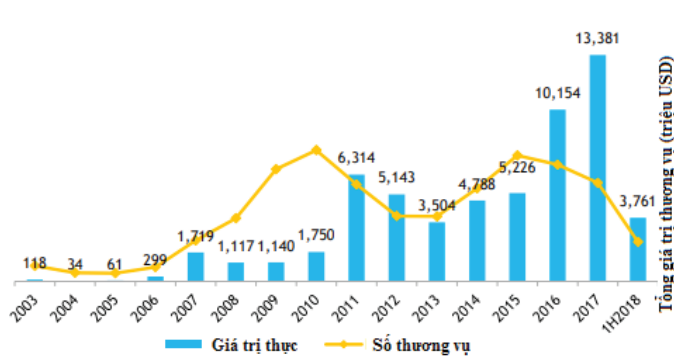
khẳng định vai trò giám sát quá trình ra quyết định của các nhà quản lý [24-26]. Theo Byrd và Hickman, việc các giám đốc độc lập bên ngoài chiếm đa số trong hội đồng quản trị sẽ làm gia tăng hiệu quả của các đề nghị đầu tư [25]. Nghiên cứu gần đây của Tang đã chỉ ra sự kiêm nhiệm của CEO khiến cho hiệu quả hoạt động của công ty bị giảm sút khi hội đồng quản trị không có sự tham gia của các giám đốc độc lập bên ngoài [26]. Nhìn chung, các giám đốc độc lập bên ngoài đại diện cho lợi ích cổ đông và ảnh hưởng lớn đến các quyết định M&A. Trong khi đó, mức độ sở hữu cổ phần trong công ty của các nhà quản lý càng gia tăng, nhiều khả năng sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến phí đầu tư, và do đó ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả của thương vụ đầu tư [27].

Ngoài ra, một số nghiên cứu cũng xác nhận ảnh hưởng của vấn đề quản trị lợi nhuận, kiểm toán nội bộ, kiểm soát nội bộ đến quá trình M&A. Cụ thể, kết quả điều tra của Drogalas và cộng sự đã xác nhận tầm quan trọng của kiểm toán nội bộ trong việc xác định mục tiêu đầu tư và góp phần hỗ trợ trong việc xây dựng chiến lược M&A cũng như tác động đến hiệu quả của quá trình M&A [28]. Dường như, thông qua các báo cáo kiểm toán nội bộ, có thể giúp các nhà quản lý công ty trong việc giám sát hoạt động của công ty và dự đoán các rủi ro tiềm ẩn, để từ đó có thể cải thiện hiệu quả hoạt động của công ty sau quá trình M&A. Tiến hành khảo sát 316 thương vụ M&A tại Hàn Quốc giai đoạn 2002-2011, Chang và Lim phát hiện ra chất lượng báo cáo tài chính của các công ty ứng viên trở thành công ty mục tiêu trong quá trình đầu tư có xu hướng thấp hơn so với các công ty khác, xuất phát từ lý do nhiều khả năng các công ty này đã thực hiện quản trị lợi nhuận trước khi thương vụ M&A được thực hiện [29]. Nghiên cứu của Jin và Hu cung cấp minh chứng cho thấy chất lượng kiểm soát nội bộ có mối tương quan tỷ lệ thuận với hiệu quả đạt được từ các thương vụ M&A qua biên giới [30].

Từ các kết quả nghiên cứu ở trên cho thấy ảnh hưởng tiềm năng giữa quản trị công ty và các thương vụ M&A. Do đó, các đối tác tham gia vào quá trình M&A cần đặc biệt quan tâm đến vấn đề quản trị công ty cũng như vấn đề quản trị cấp quốc gia trước khi đưa ra các quyết định đầu tư của mình.

Hoạt động của thị trường M&A Việt Nam trong thời gian qua

Dấu mốc quan trọng đánh dấu sự xuất hiện hoạt động M&A đầu tiên ở Việt Nam đó là thương vụ sáp nhập thành công giữa Ngân hàng Phương Nam và Ngân hàng TMCP Đồng Tháp vào năm 1997. Nếu như trong giai đoạn đầu, thị trường M&A Việt Nam chỉ có một số ít các thương vụ với giá trị thỏa thuận chỉ khoảng vài trăm triệu USD/năm thì quy mô các thương vụ giao dịch tăng trưởng liên tục giai đoạn 2009-2018 (hình 1). Đặc biệt, năm 2017 là năm bùng nổ hoạt động M&A tại Việt Nam với quy mô giao dịch đạt 13,381 tỷ USD, tăng 32% so với năm 2016 mặc dù số lượng giao dịch thực hiện thành công năm 2017 đạt thấp hơn so với năm 2016.



Hình 1. Biểu đồ thể hiện số lượng và quy mô giao dịch các thương vụ M&A tại Việt Nam giai đoạn 2003 - quý I/2018.

Nguồn: Vietnam M&A 2018 Research Report.

Từ khi xuất hiện đến nay, thị trường M&A Việt Nam đã đón nhận luồng vốn đầu tư mạnh mẽ đến từ các quốc gia/vùng lãnh thổ như: Nhật Bản, Hồng Kông, Thái Lan... Trong giai đoạn này, thị trường M&A Việt Nam cũng đã có một số thương vụ nổi bật về quy mô, giá trị giao dịch như: Tập đoàn Thái Lan Berli Jucker (BJC) thầu tóm Công ty Metro Cash & Carry Viet, Tập đoàn Vingroup nhận chuyển nhượng cổ phần tại Công ty cổ phần bán lẻ và quản lý bất động sản Đại Dương (Ocean Retail) thuộc Tập đoàn Đại Dương (Ocean Group), Công ty cổ phần Kinh Đô (KDC) bán 80% cổ phần mảng kinh doanh bánh kẹo cho Tập đoàn Mondelèz International... hay làn sóng M&A ngành tài chính ngân hàng đã được tiến hành thành công như sáp nhập ngân hàng MHB vào BIDV, Southern Bank vào Sacombank...

Mặc dù thị trường M&A Việt Nam đang dần trở nên sôi động, nhưng số lượng các thương vụ giao dịch thành công với giá trị giao dịch trên 100 tỷ USD chiếm tỷ lệ thấp: năm 2017 đạt 31%, năm 2016 đạt 20%, trong đó phần lớn các thương vụ thành công với quy mô giao dịch nhỏ và trung bình. Với lợi thế chính trị và tốc độ tăng trưởng ổn định duy trì qua các năm, cùng với ưu thế về nguồn lao động trẻ, Việt Nam hứa hẹn là một trong những môi trường đầu tư tiềm năng đối với các đối tác đầu tư cả trong và ngoài nước. Thị trường M&A Việt Nam được giới đầu tư đánh giá sẽ bùng nổ trong thời gian tới, do đó đòi hỏi các doanh nghiệp Việt Nam phải nỗ lực hết mình trong việc cải thiện hoạt động quản trị công ty để có thể đón đầu các cơ hội đầu tư cả trong và ngoài nước.

Thực trạng và một số ảnh hưởng của quản trị công ty đến hoạt động M&A ở Việt Nam

Mặc dù thị trường M&A Việt Nam đã có những phát triển vượt bậc, hứa hẹn là thị trường đầu tư hấp dẫn cho các đối tác trong và ngoài nước. Tuy nhiên, số lượng giao dịch các thương vụ M&A ở Việt Nam vẫn còn ít, quy mô giao dịch với giá trị giao dịch dưới 100 tỷ chiếm đa số, nhiều đàm phán thương vụ đã được đưa ra nhưng không thành công. Nguyên nhân quan trọng xuất phát từ việc các công ty của Việt Nam còn thiếu kinh nghiệm trong quản trị công ty, mức độ quan tâm đến chất lượng và hoạt động quản trị công ty còn nhiều hạn chế. Kết quả khảo sát công

bố tại Báo cáo quản trị công ty các công ty niêm yết tại Việt Nam năm 2018 cho thấy, phần lớn các công ty niêm yết được khảo sát chỉ đạt điểm quản trị ở mức trung bình, khoảng 45-65 điểm (chiếm 79,38%), chỉ có 3 công ty được khảo sát đạt 75-80 điểm, đây là mức điểm quản trị công ty đạt cao nhất trong lần khảo sát này. Điều đó cho thấy, các công ty niêm yết tại Việt Nam đang gặp thách thức lớn liên quan đến vấn đề quản trị công ty, do đó cần phải nỗ lực cải thiện chất lượng quản trị công ty để có thể phù hợp với các tiêu chuẩn quản trị quốc tế, nâng cao khả năng cạnh tranh trong tiến trình hội nhập. Cũng theo báo cáo này, nhóm công ty niêm yết có điểm quản trị công ty thấp và trung bình có ROA dao động từ 4,66-5,38%, thấp hơn so với nhóm công ty có điểm quản trị công ty cao (ROA đạt 7,72%). Đi sâu xem xét tình hình quản trị cho thấy, khoảng 52,5% doanh nghiệp có ban kiểm soát nội bộ; về mức độ minh bạch thông tin chỉ có 69,3% doanh nghiệp công bố báo cáo tài chính và báo cáo kinh doanh hàng năm; chỉ có 52,5% thực hiện kiểm toán nội bộ hàng năm; 58,5% ban hành các quy chế nội bộ về thực hành quản trị công ty tốt [28]. Nhìn vào bảng 1, có thể thấy các yếu tố liên quan đến quản trị công ty chưa thực sự được quan tâm đúng mức đối với loại hình doanh nghiệp tư nhân và doanh nghiệp nhà nước so với các doanh nghiệp niêm yết. Từ thực tiễn quản trị được báo cáo cho thấy Việt Nam cần phải tìm kiếm các giải pháp nhằm nâng cao chất lượng quản trị công ty.

Bảng 1. Khái quát thực tiễn quản trị công ty ở một số loại hình công ty tại Việt Nam.

DVT: %

Loại hình công ty	Có ban kiểm soát nội bộ	Có ban hành và xây dựng điều lệ công ty	Có ban hành các quy chế nội bộ về thực hành quản trị công ty tốt	Ban hành các báo cáo tài chính, báo cáo kinh doanh hàng năm	Thực hiện việc kiểm toán nội bộ hàng năm
Công ty niêm yết	88,9	88,9	85,2	85,2	77,8
Tính chung	52,5	68,6	58,5	69,3	52,5
Trong đó:					
- Công ty nhà nước	33,3	83,3	66,7	33,3	66,7
- Công ty tư nhân	25	58,3	50	66,7	58,3
- Công ty cổ phần	69,3	80,7	60	78,6	56,4

Nguồn: VCCI [31].

Mặc dù cơ hội đầu tư vào thị trường M&A Việt Nam rất lớn, nhưng rào cản về quản trị công ty đã ảnh hưởng không nhỏ đến việc thu hút đầu tư của các công ty. Trong thực tế, các nhà đầu tư nước ngoài có xu hướng tìm kiếm mục tiêu mua lại, sáp nhập có quy mô doanh nghiệp tương đối lớn, có khả năng cạnh tranh cao trên thị trường, trong khi các công ty Việt Nam có quy mô nhỏ, lẻ và hoạt động manh mún, khả năng cạnh tranh thấp. Không những thế, rào cản về quản trị công ty sẽ hạn chế hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp Việt Nam ra nước ngoài. Kết quả khảo

sát công bố tại Vietnam M&A 2018 Research Report cho thấy, tỷ lệ thương vụ M&A của các công ty Việt Nam ra nước ngoài còn thấp (chiếm dưới 5% tổng các thương vụ đã thực hiện). Bên cạnh đó, mức độ minh bạch thông tin của các công ty ở Việt Nam thấp, đặc biệt là các công ty chưa niêm yết, các công ty nhà nước, kéo theo đó là việc các nhà đầu tư nước ngoài sẽ gặp khó khăn trong tìm kiếm thông tin liên quan. Bất đối xứng thông tin hay thông tin không minh bạch là rào cản lớn cho việc tìm kiếm mục tiêu và thực hiện các thương vụ M&A.

Ngoài ra, một số công ty thu tóm trong các thương vụ M&A theo đuổi mục đích đa dạng hóa mục tiêu tìm kiếm giá trị cộng hưởng hoặc đa dạng hóa mục tiêu quản lý [32]. Tuy nhiên, khi các mục tiêu tìm kiếm có chất lượng quản trị quá thấp sẽ dẫn tới trường hợp các nhà đầu tư lo ngại vấn đề về cải thiện chất lượng hoạt động và kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp này sau khi thương vụ hoàn thành.

Nhìn chung, các nhà đầu tư xem vấn đề quản trị công ty là một trong những vấn đề then chốt trong việc lựa chọn đối tác mua lại, sáp nhập. Chính vì thế, chất lượng quản trị công ty sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến sự phát triển của thị trường M&A, do đó đòi hỏi các công ty của Việt Nam phải đưa ra lộ trình phát triển và tìm kiếm các giải pháp góp phần nâng cao chất lượng quản trị công ty một cách phù hợp.

Một số giải pháp

Để góp phần nâng cao chất lượng quản trị công ty, từ đó góp phần thúc đẩy sự phát triển của thị trường M&A ở Việt Nam, xin có một số đề xuất sau:

Thứ nhất, Chính phủ cần hoàn thiện hệ thống khung pháp lý hướng dẫn về quản trị công ty liên quan đến hoạt động M&A. Hiện nay có nhiều văn bản quy định về hoạt động M&A như Luật Doanh nghiệp, Bộ luật Dân sự, Luật Đầu tư, dẫn đến có sự chồng chéo trong quản lý, hướng dẫn. Bên cạnh đó, các văn bản ràng buộc các công ty trong việc minh bạch hóa thông tin còn hạn chế ở một số loại hình, do đó cần xây dựng quy định rõ ràng về việc công khai các thông tin liên quan đến các hoạt động kinh doanh đối với từng loại hình công ty này.

Thứ hai, mỗi công ty cần mạnh dạn thay đổi hội đồng quản trị về chất cũng như thành phần, đồng thời cần phải thành lập các ban kiểm soát nội bộ. Với đội ngũ lãnh đạo trẻ sẽ có thể có những đột phá về ý tưởng quản lý cũng như những phương pháp quản lý hiệu quả đối với hoạt động kinh doanh và đầu tư của doanh nghiệp do họ có thể được tiếp cận các phương pháp đào tạo tốt hơn, và nhanh nhạy hơn trong quá trình tiếp nhận và xử lý vấn đề. Các công ty cũng cần phải bổ sung thêm các thành viên độc lập, đặc biệt là các thành viên độc lập bên ngoài, thành lập các tiêu chuẩn để giúp giám sát và tư vấn cho hoạt động công ty tốt hơn, xem đây là một trong những nội dung quan trọng trong quá trình quản trị điều hành. Một công ty có chất lượng quản trị tốt sẽ có nhiều cơ hội khi tham gia vào quá trình M&A. Việc thành lập các ban kiểm soát nội bộ là yêu cầu mang tính cấp thiết. Tuy nhiên,

một hệ thống kiểm soát nội bộ yếu sẽ tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của bản thân mỗi đơn vị. Do đó, đòi hỏi phải đặc biệt lưu ý trong quá trình giới thiệu nhân sự vào ban kiểm soát nội bộ và giám sát chặt chẽ quá trình vận hành của ban này. Ngoài ra, đối với các công ty tham gia vào quá trình mua bán, sáp nhập đòi hỏi các nhà quản trị cần cập nhật và hiểu rõ các kiến thức liên quan đến hoạt động M&A, phương pháp và quá trình định giá công ty trong mua bán, sáp nhập. Đồng thời, các nhà quản trị cần quan tâm xây dựng các chiến lược, lộ trình tham gia thị trường M&A.

Thứ ba, mỗi công ty cần phải chủ động trong việc minh bạch hóa thông tin liên quan đến hoạt động của công ty. Do đó, mỗi công ty cần nghiêm túc trong việc công khai các báo cáo tài chính, báo cáo quản trị thường niên, cần thiết phải cập nhật các báo cáo này qua từng năm lên website của công ty để các nhà đầu tư có thể dễ dàng tiếp cận và tham khảo. Bên cạnh đó, yêu cầu công bố thông tin liên quan đến thành phần, số lượng và sở hữu cổ đông lớn cũng là một nội dung quan trọng đòi hỏi các công ty cần phải lưu tâm. Đặc biệt, để đảm bảo quá trình giám sát hoạt động, điều hành minh bạch, hiệu quả thì đòi hỏi mỗi công ty cần phải thực hiện công khai kết quả kiểm tra định kỳ. Bất đối xứng thông tin chính là rào cản của các công ty trong việc huy động vốn đầu tư cũng như tìm kiếm mục tiêu đầu tư. Đặc biệt, trong sân chơi toàn cầu thì thông tin minh bạch là yếu tố chủ đạo, quyết định đến khả năng cạnh tranh cũng như thu hút vốn đầu tư từ các đối tác nước ngoài của các công ty. Việc minh bạch hóa thông tin sẽ giúp các công ty có thể tìm kiếm các mục tiêu tiềm năng cho quá trình mua lại, sáp nhập để từ đó có thể cải thiện hiệu quả hoạt động của công ty sau khi các thương vụ hoàn thành, đây cũng là cách để giảm thiểu các giao dịch nội gián nhằm trục lợi cá nhân. Chính điều này đòi hỏi các công ty phải đặc biệt chú ý đến vấn đề thông tin công bố cả về chất lượng và nội dung thông tin.

Nhìn chung, mỗi công ty đều có những giải pháp quản trị khác nhau, tuy nhiên, dù thực hiện theo phương pháp nào thì vấn đề liên quan đến nhân sự và thông tin cũng phải được đặt lên hàng đầu. Tùy thuộc vào đặc thù kinh doanh và loại hình kinh doanh, mỗi công ty cần phải xây dựng được hệ thống quản trị phù hợp cho riêng mình.

Kết luận

Từ sau đổi mới sau năm 1986 đến nay, Đảng và Nhà nước ta đã không ngừng tiến hành các biện pháp thúc đẩy nhanh tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước; số lượng các đơn vị đăng ký mới gia tăng nhanh qua các năm với sự đa dạng hóa về hình thức sở hữu, bên cạnh các loại hình kinh tế tư nhân, xuất hiện nhiều công ty có vốn đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, vấn đề năng lực cạnh tranh của các công ty Việt Nam trên đấu trường khu vực và quốc tế đang là bài toán đặt ra đối với rất nhiều công ty, các bộ ban ngành. Trong đó, quản trị công ty là một trong những yếu tố chính quyết định năng lực cạnh tranh, song trên thực tế chưa nhiều công ty thực sự quan tâm đến vấn đề này. Hiện nay, việc quản trị công ty tại Việt Nam vẫn còn bất cập, thiếu những chính

sách đột phá liên quan đến quản trị điều hành và ảnh hưởng trực tiếp đến môi trường thông tin cũng như việc lựa chọn đối tác sáp nhập, mua lại, từ đó tác động đến thành công của quá trình M&A. Trước những yêu cầu cấp thiết đó, Chính phủ cần hoàn thiện khung pháp lý hướng dẫn hoạt động quản trị, sáp nhập, mua lại; đồng thời các công ty cần tái cấu trúc bộ máy nhân sự về số lượng và chất lượng, áp dụng các biện pháp khắc phục tình trạng bất đối xứng thông tin. Bài báo này mới phân tích dựa trên cơ sở nghiên cứu định tính, do đó tiếp theo cần phải có nghiên cứu định lượng kiểm chứng và làm rõ hơn ảnh hưởng của quản trị công ty đến hoạt động M&A trong thời gian tới ở thị trường Việt Nam.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] P. Zhu, V. Jog & I. Otchere (2011), "Partial acquisitions in emerging markets: A test of the strategic market entry", *Journal of Corporate Finance*, **17**, pp.288-305.
- [2] M. Dang & D. Henry (2016), "Partial-control versus full-control acquisitions: Does target corporate governance matter? Evidence from eight East and Southeast Asian countries", *Pacific-Basin Finance Journal*, **40**, pp.251-260.
- [3] OECD (2005), <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6778>.
- [4] A. Buallay, A. Hamdan & Q. Zureigat (2017), "Corporate governance and firm performance: Evidence from Saudi Arabia", *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, **11**(1), pp.78-98.
- [5] T.S. Damak (2013), "The corporate governance mechanisms: evidence from Tunisian banks", *Journal of Business and Management*, **9**(6), pp.61-68.
- [6] D. DePamphilis (2003), *Acquisitions and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, case, and solutions*, <https://www.elsevier.com/books/mergers-acquisitions-and-other-restructuring-activities/depamphilis/978-0-12-801609-1>.
- [7] A. Seth (1990), "Value creation in acquisitions: A re-examination of performance issues", *Strategic Management Journal*, **2**(11), pp.99-115.
- [8] S. Rossi & F.P. Volpin (2004), "Cross-country determinants of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, **74**(2), pp.277-304.
- [9] W. Kim, T. Sung & S. Wei (2011), "Does corporate governance risk at home affect investment choices abroad?", *Journal of International Economics*, **85**, pp.25-41.
- [10] C.S. Bae, K. Chang & D. Kim (2013), "Determinants of target selection and acquirer returns: Evidence from cross-border acquisitions", *International Review of Economics & Finance*, **27**, pp.552-565.
- [11] Đặng Hữu Mẫn, Lê Thùy Dung (2018), "Ảnh hưởng của môi trường thể chế quốc gia đến lựa chọn hình thức mua lại", *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, **2**(477), tr.10-18.
- [12] S. Thomsen & M. Conyon (2012), *Corporate governance mechanisms and systems*, McGraw-Hill.
- [13] M. Jensen & R. Ruback (1983), "The market for corporate control: the scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, **11**, pp.5-50.
- [14] J.D. Alba, D. Park & P. Wang (2009), "Corporate governance and merger and acquisition (M&A) FDI: Firm-level evidence from Japanese FDI into the US", *The Journal of Multinational Financial Management*, **19**, pp.1-11.
- [15] G. Kling & U. Weitzel (2011), "The internationalization of Chinese companies: Firm characteristics, industry effects and corporate governance", *Research in International Business and Finance*, **25**, pp.357-372.
- [16] M. Jensen (1993), "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, **XLVIII**(3), pp.831-880.
- [17] E. Croci, D. Petmezas & E. Vagenas-Nanos (2010), "Managerial overconfidence in high and low valuation markets and gains to acquisitions", *International Review of Financial Analysis*, **19**, pp.368-378.
- [18] M. Hamberg, C. Overland & B. Lantz (2013), "Board participation, toeholds and the cross-border effect", *International Business Review*, **22**(5), pp.868-882.
- [19] N. Rani, S.S. Yadav & P.K. Jain (2013), "Impact of corporate governance score on abnormal returns of mergers and acquisitions", *Procedia Economics and Finance*, **5**, pp.637-646.
- [20] L.L. Barger, K. Lehn, S.B. Moeller & F.P. Schlingemann (2014), "Disagreement and the informativeness of stock returns: the case of acquisition announcements", *Journal of Corporate Finance*, **25**, pp.155-172.
- [21] G.L. Caton, J. Goh, Y.T. Lee & S.C. Linn (2016), "Governance and post-repurchase performance", *Journal of Corporate Finance*, **39**, pp.155-173.
- [22] A. Ogada, G. Achoki & A. Njuguna (2016), "Effect of mergers and acquisitions strategies on strategies on financial performance of financial services sector", *International Journal of Finance*, **1**(1), pp.18-37.
- [23] D. Yermack (1996), "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics*, **40**, pp.185-211.
- [24] E. Fama & M. Jensen (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, **26**, pp.301-325.
- [25] J. Byrd & K. Hickman (1992), "Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids", *Journal of Financial Economics*, **32**, pp.195-207.
- [26] J. Tang (2017), "CEO duality and firm performance: the moderating roles of other executives and blockholding outside directors", *European Management Journal*, **5**, pp.362-372.
- [27] W. Mikkelson & M. Partch (1989), "Managers' voting rights and corporate control", *Journal of Financial Economics*, **25**, pp.263-290.
- [28] G. Drogalas, P. Pantelidis, P. Zlatinski & D. Paschaloudis (2012), "The role of internal audit in bank M&As", *Global Review of Business and Economic Research*, **8**(1), pp.147-155.
- [29] Jin-ho Chang, Joo-hyun Lim (2017), "Earnings management of mergers and acquisitions of target candidates and deal withdrawn", *The Journal of Applied Business Research*, **33**(3), pp. 467-474.
- [30] X. Jin & B. Hu (2017), "Internal control, cross-border mergers, cultural integration and merger performance", *Performance*, **120**, pp.313-320.
- [31] VCCI (2017), *Báo cáo thường niên doanh nghiệp Việt Nam 2016/2017*, NXB Thông tin và Truyền thông.
- [32] R. Morck, A. Shleifer, W. Robert, R. Vishny (1990), "Do managerial objectives drive bad acquisitions?", *Journal of Finance*, **45**, pp.31-48.