

CHƯƠNG 10

TÁI CẤU TRÚC DOANH NGHIỆP

Trong quá trình phát triển, cấu trúc doanh nghiệp có thể được thay đổi cho phù hợp với môi trường kinh doanh, với năng lực quản lý doanh nghiệp của các nhà quản lý, với khả năng tài chính của doanh nghiệp v.v... nhằm mục tiêu tối đa hoá giá trị tài sản cho các chủ sở hữu. Trong chương này, vấn đề tái cấu trúc doanh nghiệp sẽ được xem xét trên góc độ tài chính đối với một số trường hợp: sáp nhập và mua lại doanh nghiệp; thanh lý và phá sản doanh nghiệp.

10.1. Sáp nhập và mua lại doanh nghiệp

10.1.1. Khái niệm và sự cần thiết sáp nhập và mua lại doanh nghiệp

10.1.1.1. Các khái niệm

Mua lại và sáp nhập (meger và acquisition) thường được sử dụng để xem xét tình huống một doanh nghiệp này hợp nhất với một hoặc một số doanh nghiệp khác.

Mua lại là vụ việc xảy ra khi một doanh nghiệp nhận được toàn bộ tài sản và các khoản nợ của một hay một số doanh nghiệp khác với một giá nào đó. Doanh nghiệp bị bán chấm dứt sự tồn tại của nó. Doanh nghiệp mua lại có nghĩa vụ trả cho doanh nghiệp bị bán tiền hoặc chứng khoán theo giá mua doanh nghiệp.

Sáp nhập là loại giao dịch hợp nhất các doanh nghiệp. Trong mỗi vụ sáp nhập, toàn bộ tài sản và các khoản nợ nhập chung lại để hình thành một doanh nghiệp mới. Sáp nhập có 2 hình thức là sáp nhập cổ phần và sáp nhập tài sản.

- *Sáp nhập cổ phần* xảy ra khi doanh nghiệp bên mua mua cổ phần của doanh nghiệp bên bán. Cổ phần được mua trực tiếp từ cổ đông không cần sự đồng ý hay không đồng ý của ban lãnh đạo doanh nghiệp bên bán. Vấn đề trở ngại bên mua phải đương đầu là một số cổ đông bên bán có thể không bán cổ phần của họ, do đó ngăn cản sự thuần nhất hoàn toàn của doanh nghiệp mua.

- *Sáp nhập tài sản* là một hình thức hợp nhất trong đó doanh nghiệp bên mua trực tiếp tài sản từ doanh nghiệp bên bán không cần thông qua cổ đông. Bên bán tài sản chấm dứt hoạt động sau khi nhận được tiền hay cổ phần của bên mua. Bên bán chia cổ phần hoặc tiền cho cổ đông và tự giải tán.

Doanh nghiệp này tiếp quản doanh nghiệp khác dưới hình thức mua lại hay sáp nhập đều thuộc một trong ba hình thức kết hợp sau:

+ *Kết hợp theo chiều ngang*, được tiến hành giữa các doanh nghiệp trong cùng ngành kinh doanh.

+ *Kết hợp theo chiều dọc*, được tiến hành giữa một doanh nghiệp với nhà cung cấp hoặc khách hàng.

+ *Kết hợp theo phương thức liên ngành*, được tiến hành giữa hai doanh nghiệp không cùng hoạt động trong một lĩnh vực kinh doanh.

10.1.1.2. Sự cần thiết sáp nhập hay mua lại doanh nghiệp

Một doanh nghiệp hợp nhất phải đảm bảo tăng giá trị tài sản cho cổ đông. Do vậy, việc sáp nhập hay mua lại doanh nghiệp được quyết định bởi những yếu tố cơ bản sau:

*** Động lực hiệu quả kinh tế, tài chính**

Hiệu quả kinh tế là động lực chủ yếu thúc đẩy doanh nghiệp này tiếp quản doanh nghiệp khác. Giá trị tài sản có thể được tạo ra trong một doanh nghiệp hợp nhất nhờ lợi thế quy mô lớn. Với quy mô lớn, doanh nghiệp có thể tăng doanh thu, có thể giảm chi phí cố định trên một đơn vị hàng hoá, dịch vụ. Hơn nữa, sáp nhập hay mua lại doanh nghiệp có thể loại bỏ bộ máy quản lý kém hiệu quả. Kết quả là hiệu quả kinh tế của doanh nghiệp hợp nhất cao hơn tổng hiệu quả kinh tế của các doanh nghiệp riêng lẻ. Mua lại hay sáp nhập doanh nghiệp đem lại những khoản tiết kiệm tài chính đáng kể như: tiết kiệm nhờ thuế, giảm chi phí phát hành chứng khoán mới, tăng khả năng tìm kiếm nguồn tài trợ, giảm chi phí nợ, giảm chi phí phá sản... Bên cạnh đó, tình hình tài chính của doanh nghiệp hợp nhất sẽ được cải thiện, doanh nghiệp có thể thực hiện được các dự án đầu tư lớn.

*** Động lực phát triển với tốc độ cao**

Mỗi doanh nghiệp muốn thực hiện mục tiêu tăng trưởng sẽ tốn nhiều thời gian và công sức. Điều này xảy ra ngay cả đối với doanh nghiệp độc quyền kiểm soát phần lớn thị trường. Bởi vậy, trong nhiều trường hợp mua lại hay sáp nhập, doanh nghiệp hợp nhất có khả năng tiếp cận với thị trường tài chính, tăng thị phần, tăng khả năng cạnh tranh, khả năng thích nghi với môi trường kinh doanh, đa dạng hoá các hoạt động kinh doanh. Nhờ đó, doanh nghiệp hợp nhất sẽ phát triển một cách bền vững.

10.1. 2. Vấn đề tài chính trong sáp nhập và mua lại doanh nghiệp

10.1.2.1. Phương thức thanh toán trong giao dịch sáp nhập hay mua lại doanh nghiệp

10.1.2.1.1. Thanh toán bằng tiền

Xác định giá trị doanh nghiệp trước và sau sáp nhập và mua lại là vấn đề vô cùng quan trọng. Nó càng có ý nghĩa quan trọng hơn đối với nước ta hiện nay, khi mà thị trường vốn, thị trường chứng khoán chưa phát triển.

Giá trị doanh nghiệp sau hợp nhất thường lớn hơn tổng giá trị của hai doanh nghiệp trước khi sáp nhập. Xác định chính xác giá trị doanh nghiệp là vấn đề vô cùng phức tạp, nó chỉ có thể đạt tới một giá trị thoả thuận giữa các doanh nghiệp mua lại hay sáp nhập mà thôi.

Khác với thanh toán bằng cổ phần, thanh toán bằng tiền được tiến hành ngay sau khi thoả thuận trong giao dịch mua lại hay sáp nhập doanh nghiệp được thông qua.

10.1.2.1.2. Thanh toán bằng cổ phần

Thay vì trả bằng tiền, các doanh nghiệp có thể thoả thuận với nhau theo phương thức trả bằng cổ phần. Trong trường hợp này cần phải thiết lập tỷ số chuyển đổi cổ phần, nhờ đó cổ đông của doanh nghiệp bị mua lại hay sáp nhập sẽ nhận được một lượng cổ phần từ doanh nghiệp hợp nhất.

10.1.2.2. Xác định giá trị doanh nghiệp sau hợp nhất

Để đánh giá khả năng và tiềm lực kinh tế- tài chính của một giao dịch mua lại hay sáp nhập doanh nghiệp, cần phải xem xét một cách toàn diện ảnh hưởng của các yếu tố bên trong và bên ngoài đối với giá trị doanh nghiệp.

Chương 10: Tái cấu trúc doanh nghiệp

Một giao dịch hợp nhất giữa 2 doanh nghiệp có mức tăng trưởng khác nhau sẽ đem lại sự thay đổi trong sự tăng trưởng thu nhập mỗi cổ phần (EPS) của doanh nghiệp hợp nhất. Nếu 2 doanh nghiệp đó có mức tăng trưởng như nhau loại trừ lợi thế về quy mô, thì giá trị và sự tăng trưởng của doanh nghiệp sau khi hợp nhất không thay đổi. Nếu một doanh nghiệp mua lại hay sáp nhập một doanh nghiệp khác có tiềm năng tăng trưởng EPS thấp hơn, thì tốc độ tăng trưởng EPS trong tương lai của doanh nghiệp hợp nhất sẽ rất chậm, nhưng nó có thể tạo ra sự gia tăng ESP ngay sau khi hợp nhất và đó là một ảo ảnh về sự tăng trưởng. Ngược lại, nếu mua được một doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao hơn, sẽ làm cho ESP của doanh nghiệp giảm trong giai đoạn hợp nhất, nhưng kỳ vọng sẽ tăng trưởng cao trong tương lai.

Thông thường, một doanh nghiệp mua lại một doanh nghiệp khác có mức tăng trưởng thấp hơn hoặc có mức tăng trưởng tương đương. Bằng cách đó, chấp nhận sự đánh đổi giữa việc gia tăng EPS ngay lập tức với sự tăng trưởng thấp hơn trong tương lai.

Sự tăng (giảm) EPS của doanh nghiệp trong các giao dịch mua lại do tỷ số giá bán cổ phần (P) trên thu nhập cổ phiếu (EPS) quyết định.

Để minh họa cho một doanh nghiệp này mua lại một doanh nghiệp khác có P/EPS thấp hơn sẽ làm tăng trưởng ngay EPS sau hợp nhất hãy xét ví dụ sau:

Bảng 10.1.

Số liệu về thu nhập, giá bán cổ phần của 2 doanh nghiệp A, B:

Đơn vị: 1000 đv

Chỉ tiêu	Doanh nghiệp A	Doanh nghiệp B
1. Lợi nhuận sau thuế	120.000	50.000
2. Số lượng cổ phiếu	2.400	2.500
3. Lợi nhuận trên mỗi CP (EPS)	50	20
4. Giá bán cổ phiếu	500	160
5. Tỷ số P/EPS	10 lần	8 lần
6. Tổng giá trị cổ phiếu	1.200.000	400.000

Giả sử: Doanh nghiệp A mua lại doanh nghiệp B trả bằng cổ phần và sự hợp nhất này không tạo ra một khoản lợi nhuận cộng hưởng nào.

Khi đó, giá trị cổ phần của doanh nghiệp B trong doanh nghiệp hợp nhất là:

$$\frac{400.000}{1200.000 + 400.000} = 0,25$$

Số cổ phần doanh nghiệp A trả cho cổ đông Doanh nghiệp B là:

$$\frac{0,25}{1 - 0,25} \times 2400 = 800 \text{ cổ phần}$$

Vậy tổng cổ phần doanh nghiệp mới : $2400 + 800 = 3200$ cổ phần và tổng lợi nhuận = $(2400 \text{ CP} \times 50.000 \text{ đv}) + (2500 \text{ CP} \times 20.000 \text{ đv}) = 170$ triệu đv. EPS sau hợp nhất:

$$170 \text{ triệu} : 3.200 \text{ CP} = 53.125 \text{ đv}$$

EPS này cao hơn EPS của cả doanh nghiệp A và doanh nghiệp B trước khi hợp nhất. Biến số chủ yếu trả lời câu hỏi này là tỷ số P/EPS của doanh nghiệp A lớn hơn P/EPS của doanh nghiệp B.

Giả sử từ số liệu của bảng 9.1, ta thay đổi giá bán cổ phần của doanh nghiệp B là 200.000 đv thay vì 160.000 đv, khi đó tỷ số P/EPS của 2 doanh nghiệp bằng nhau và đều là 10 lần.

Ta có thị phần của doanh nghiệp B trong doanh nghiệp mới là:

$$\frac{500.000}{1200.000 + 500.000} = \frac{5}{17}$$

Số cổ phần doanh nghiệp A trả cho cổ đông doanh nghiệp B

$$\frac{\frac{5}{17}}{1 - \frac{5}{17}} \times 2400 \text{ CP} = 1000 \text{ CP}$$

Tổng cổ phần doanh nghiệp mới 3400 cổ phần. Lợi nhuận sau thuế không đổi. Khi đó:

$$\text{EPS} = \frac{170.000.000 \text{ đv}}{3.400 \text{ CP}} = 50.000 \text{ đv}$$

bằng với EPS của doanh nghiệp A trước khi mua lại

10.1.2.3. Kế toán các giao dịch mua lại hay sáp nhập doanh nghiệp

Khi hợp nhất 2 doanh nghiệp, các báo cáo tài chính được tập hợp theo phương pháp mua lại và phương pháp gộp chung giản đơn.

10.1.2.3.1. Phương pháp mua lại

Theo phương pháp này, khi doanh nghiệp bỏ tiền mua lại một doanh nghiệp khác thì có thể coi đây là một hình thức đầu tư. Số tiền phải trả cho bên bán được ghi vào bên tài sản của doanh nghiệp mua. Trong trường hợp số tiền phải trả cao hơn giá trị hợp lý trên thị trường của các loại tài sản hữu hình đã mua thì phần tiền cao hơn được ghi vào mục tài sản vô hình của doanh nghiệp mua trong BCĐKT. Giá trị tài sản vô hình này được trừ dần trong suốt thời gian dự kiến hoạt động của doanh nghiệp.

10.1.2.3.2. Phương pháp gộp chung đơn giản

Theo phương pháp này, toàn bộ tài sản và nguồn vốn trên BCĐKT của 2 doanh nghiệp được gộp chung vào với nhau. Giao dịch này không tạo ra bất kỳ tài sản vô hình nào trong BCĐKT và do đó không có sự khấu trừ dần tài sản vô hình vào lợi nhuận trong báo cáo thu nhập.

Ví dụ về cách thức lập báo cáo tài chính theo 2 phương pháp:

BCĐKT của doanh nghiệp Minh Hoa (người mua) và doanh nghiệp Thành Công (người bán), trước khi hợp nhất và sau khi hợp nhất, trình bày theo 2 tình huống khác nhau (bảng 9.2).

a. Tình huống 1: Theo phương pháp gộp chung giản đơn, toàn bộ tài sản và nguồn vốn trước khi hợp nhất được gộp chung với nhau thành giá trị sau khi hợp nhất.

Bảng 10.2 :

BCĐKT trước và sau khi doanh nghiệp Minh Hoa
mua doanh nghiệp Thành Công.

Đơn vị: triệu đv

	Trước khi hợp nhất		Sau khi hợp nhất		
	Doanh nghiệp Minh Hoa	Doanh nghiệp Thành Công	Phương pháp gộp chung đơn giản	Phương pháp mua lại	
				Giá mua 11.000	Giá mua 15.000
I. Tài sản	100.000	20.000	120.000	118.000	122.000
1. Tài sản hữu hình	100.000	20.000	120.000	118.000	120.500
2. Tài sản vô hình	0	0	0	0	1500
II. Nguồn vốn	100000	20.000	120.000	118.000	122.000
1. Nợ phải trả	25.000	7.000	32.000	32.000	32.000
2. Vốn chủ sở hữu	75.000	13.000	88.000	86.000	90.000

b. Tình huống 2: Theo phương pháp mua lại, có 2 khuynh hướng khác nhau tùy theo giá mua mà doanh nghiệp Minh Hoa trả cho doanh nghiệp Thành Công cao hơn hay thấp hơn giá trị ròng của các loại tài sản.

Giá trị ròng của tài sản: 13.000 triệu = 20.000 triệu - 7.000 triệu

+ Trường hợp 1:

Khi giá mua ấn định ở mức 11.000 triệu cùng các khoản nợ có giá trị 7.000 triệu, vậy tổng giá trị mua doanh nghiệp thành công là 18.000 triệu, thấp hơn theo giá trị sổ sách 2000 triệu, trong trường hợp này, giá trị tài sản sau hợp nhất 118.000 triệu, thấp hơn phương pháp cộng giản đơn 2000 triệu. Do đó, vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp sau khi hợp nhất giảm 2000 triệu.

+ Trường hợp 2: Khi giá mua 15.000 triệu cộng các khoản nợ có giá trị 7.000 triệu, tổng giá trị mua doanh nghiệp Thành công 22.000 triệu, cao hơn giá trị sổ sách 2000 triệu. Trong trường hợp này, tổng giá trị doanh nghiệp Minh Hoa sau hợp nhất 122.000 triệu, cao hơn phương pháp cộng giản đơn 2000 triệu. Khoản 2000 triệu của doanh nghiệp thành công được phân chia như sau:

500 triệu trả thêm cho cổ đông, với giả thiết là giá trị hợp lý của tài sản cao hơn giá trị theo sổ sách.

1.500 là giá trị danh tiếng (tài sản vô hình) của doanh nghiệp sau khi hợp nhất.

+ Trường hợp 3: Khi giá mua doanh nghiệp thành công 13.000 triệu cùng các khoản nợ 7.000 triệu thì BCĐKT theo 2 phương pháp là giống nhau.

10.2. Phá sản và thanh lý doanh nghiệp

10.2.1 Phá sản doanh nghiệp

10.2.1.1 Khái niệm

Thuật ngữ "*Phá sản doanh nghiệp*" thường được sử dụng đề cập đến những doanh nghiệp bị lâm vào tình trạng hỗn loạn về tài chính và không còn khả năng thanh toán các khoản nợ.

Theo thông lệ quốc tế, có nhiều mức độ phá sản khác nhau, bao gồm từ tình trạng bị mất khả năng thanh toán tạm thời cho đến những trường hợp chấm dứt hoạt động của doanh nghiệp với tư cách một thực thể kinh doanh.

Điều 2 của Luật phá sản doanh nghiệp ở Việt Nam có quy định: "Doanh nghiệp lâm vào tình trạng phá sản là doanh nghiệp gặp khó khăn hoặc thua lỗ trong kinh doanh sau khi đã áp dụng các biện pháp tài chính cần thiết mà vẫn mất khả năng thanh toán nợ đến hạn".

10.2.1.2. Các hình thức phá sản

10.2.1.2.1. Phá sản về kinh tế

Phá sản về kinh tế là tình trạng doanh thu của doanh nghiệp không đủ bù đắp chi phí hoặc lợi nhuận sau thuế thu được từ các hoạt động không tương xứng với vốn đầu tư đã bỏ ra. Mức lợi nhuận tương xứng được hiểu ở đây là mức lợi nhuận cơ hội tương ứng với mức rủi ro của hoạt động đầu tư. Một doanh nghiệp bị lâm vào tình trạng phá sản về kinh tế ngay cả trong trường hợp doanh nghiệp không có bất cứ món nợ nào. Bởi lẽ, đối tượng chính được đề cập trong hình thức phá sản này là lợi nhuận được đo lường độc lập với chi phí trả lãi vay của doanh nghiệp.

10.2.1.2.2. Phá sản về tài chính

Phá sản về tài chính được dùng để chỉ một doanh nghiệp bị lâm vào tình trạng không thực hiện được các nghĩa vụ trả nợ mà nó đã cam kết với các chủ nợ theo đúng kỳ hạn. Một doanh nghiệp bị thua lỗ liên tục trong kinh doanh (phá sản về kinh tế) sẽ bị gánh nặng nợ nần chồng chất và sẽ dẫn tới tình trạng bị phá sản về tài chính.

10.2.2. Thanh lý tài sản khi doanh nghiệp phá sản

Sau khi tiến hành các giải pháp tài chính như gia hạn nợ, giảm nợ... mà vẫn không thể đưa một doanh nghiệp ra khỏi tình trạng phá sản thì doanh nghiệp tuyên bố phá sản và tiến hành các thủ tục thanh lý tài sản theo luật phá sản. Các tài sản sẽ được đem bán và số tiền thu được sẽ được phân phối cho các chủ nợ theo những thứ tự ưu tiên trên nhất định.

Thủ tục thanh lý doanh nghiệp phá sản được quy định trong Chương II, Chương III của Luật phá sản ở Việt Nam. Thứ tự ưu tiên khi phân chia giá trị tài sản còn lại của doanh nghiệp, Luật phá sản quy định như sau:

1. Các khoản lệ phí, các chi phí theo quy định của pháp luật cho việc giải quyết phá sản doanh nghiệp.
2. Các khoản nợ lương, trợ cấp thôi việc, bảo hiểm xã hội theo quy định của pháp luật và các quyền lợi khác theo thoả ước lao động tập thể và hợp đồng lao động đã ký kết.
3. Các khoản nợ thuế
4. Các khoản nợ trả cho các chủ nợ trong danh sách chủ nợ.
 - a. Nếu giá trị tài sản còn lại của doanh nghiệp đủ thanh toán các khoản nợ của chủ nợ, thì mỗi chủ nợ đều được thanh toán đủ số nợ của mình.
 - b. Nếu giá trị tài sản còn lại của doanh nghiệp không đủ thanh toán các khoản nợ của các chủ nợ, thì mỗi chủ nợ chỉ được thanh toán một phần khoản nợ của mình theo tỷ lệ tương ứng.
5. Nếu giá trị còn lại của doanh nghiệp sau khi đã thanh toán đủ số nợ của các chủ nợ mà vẫn còn thừa thì phần này thuộc về:
 - a. Chủ doanh nghiệp, nếu là doanh nghiệp tư nhân
 - b. Các thành viên của công ty, nếu là công ty
 - c. Ngân sách Nhà nước, nếu là doanh nghiệp Nhà nước

Chương 10: Tái cấu trúc doanh nghiệp

Sau đây là ví dụ minh họa về vụ phá sản một doanh nghiệp cụ thể - Doanh nghiệp Sao Mai. Giả sử tòa án xác định giá trị thanh lý của doanh nghiệp trị giá khoảng 8.300 triệu đv

Giá trị các khoản nợ có thứ tự ưu tiên cao khi tuyên bố phá sản là:

1. Nợ lương công nhân: 360 tr
2. Nợ thuế : 640 tr
3. Tổng giá trị các khoản nợ có bảo đảm: 3100tr

Trong quá trình thanh lý tài sản, các chi phí thanh lý phát sinh 600 tr

Các khoản nợ khác không có đảm bảo:

1. Khoản phải trả: 1.500 tr
2. Nợ dài hạn: 2.200 tr
3. Nợ ngắn hạn khác: 300 tr
4. Trái phiếu không có bảo đảm: 1.200 tr
- 5, Trái phiếu khác: 3.800 tr
- Tổng: 9.000 triệu

Căn cứ vào thứ tự ưu tiên theo luật định, quá trình tiến hành thanh lý được thực hiện như sau:

1. Tổng số tiền thu được từ bán tài sản: 8.300 triệu
2. Trả các khoản chi phí và nợ có thứ tự ưu tiên cao
 - Chi phí thanh lý tài sản: 600 triệu
 - Lương công nhân: 360 triệu
 - Nợ thuế: 640 triệu
 - Các khoản nợ có đảm bảo: 3100 triệuCộng: 4700 triệu

3. Số tiền còn lại trả cho các chủ nợ khác: 3600 triệu

Tổng số tiền phải trả: 9000 triệu

Vậy tỷ lệ được trả 40%.

CÂU HỎI ÔN TẬP

- 1- Trình bày nội dung những vấn đề tài chính trong sáp nhập và mua lại doanh nghiệp.
- 2- Cho biết thực trạng vấn đề tái cấu trúc lại các doanh nghiệp ở Việt Nam hiện nay.