

Để không rơi vào “bẫy” cộng hưởng



TS. VŨ ANH DŨNG
Phó hiệu trưởng Trường Đại học Kinh tế,
Đại học Quốc gia Hà Nội

HIỂU THẾ NÀO VỀ CỘNG HƯỞNG?

Thuật ngữ “cộng hưởng” (synergy), có nghĩa là “làm việc cùng nhau”, có nguồn gốc từ tiếng Hy Lạp - “sunergos”¹. Cộng hưởng được hiểu là hiệu ứng kết hợp được tạo ra bởi hai hay nhiều phần, yếu tố, hay cá nhân. Trong lĩnh vực mua bán - sáp nhập (M&A), cộng hưởng được Sirower định nghĩa là “sự tăng lên khả năng cạnh tranh và dẫn đến dòng tiền (cash flows) vượt quá những gì hai doanh nghiệp tạo ra một cách độc lập”². Sau đó, định nghĩa về cộng hưởng cũng được bổ sung - cộng hưởng là một dạng quy trình tạo giá trị chung, mà qua đó, lợi thế cạnh tranh được tăng lên^{3 4 5} - “Cộng hưởng xảy ra khi năng lực được chuyển giao giữa các doanh nghiệp M&A cải thiện vị trí cạnh tranh của doanh nghiệp hợp nhất và sau đó là kết quả hoạt động của doanh nghiệp hợp nhất đó”⁶.

Giống như tăng trưởng và đa dạng hóa, cộng hưởng là một trong các động cơ chính yếu của M&A. Các nhà quản lý thường đánh giá thương vụ M&A qua việc dự đoán giá trị cộng hưởng sẽ đạt được để biện minh cho giá mua phải trả cho doanh nghiệp mục tiêu trong từng thương vụ cụ thể. Qua đó, cộng hưởng phản ánh việc loại trừ những chi phí không cần thiết gắn với quản trị, phân phối, sản xuất, tiếp thị và bán hàng... Đặc biệt, việc giảm bớt các trang thiết bị và việc đóng cửa bớt các cơ sở/chi nhánh sản xuất - kinh doanh, hay việc cắt giảm nhân công thông thường dẫn đến cộng hưởng. Doanh nghiệp luôn xem xét cộng hưởng theo khía cạnh tích cực - lợi ích mà doanh nghiệp đi mua đạt được, như việc bổ sung những sản phẩm mới vào danh mục sản phẩm hàng hóa của mình, việc cải thiện doanh thu, khả năng tăng cường tiếp thị và phân phối, việc cải tiến hiệu quả sản xuất và hiệu quả chi phí trong quá trình hợp nhất... Việc suy tính cộng hưởng trên tất cả những khía cạnh này giúp doanh nghiệp đi mua ước tính giá trị sẽ thu được từ một thương vụ M&A cụ thể.

Tuy nhiên, không phải lúc nào cũng là cộng hưởng tích cực, mà có cả cộng hưởng tiêu cực. Chẳng hạn, việc mất doanh thu do khách hàng tổ chức trước đây của cả doanh nghiệp đi mua và doanh nghiệp mục tiêu muốn duy trì nhiều nhà cung cấp và lỗi vì doanh nghiệp đi mua xác định doanh thu biên nhất định có chi phí cao hơn so với lợi ích tài chính.

Theo Paul B. Carrol & Chunka Muil, cộng hưởng là một trong 7 nguyên nhân dẫn đến thất bại lớn cho doanh nghiệp⁷. Các công ty sáp nhập với nhau để có thể bổ sung sức mạnh cho nhau. Tuy nhiên, điều này sẽ phải đối mặt với việc chi phí sản xuất cao lên và phức tạp. Những bất đồng có thể khiến sự kết hợp/hợp nhất mang lại những phiền phức và trách nhiệm liên quan đến tòa án, như trường hợp cộng hưởng của hai công ty bảo hiểm Unum và Provident.

Hai hãng bảo hiểm này phục vụ những thị trường khác nhau. Unum có thế mạnh về thị trường nhóm, còn Provident lại có tiếng với những khách hàng cá nhân. Việc cộng hưởng, được hai hãng cho rằng, sẽ mang lại lợi ích từ việc bán chéo sản phẩm, mở rộng và đa dạng thị trường. Tuy nhiên, mọi chuyện không đơn giản và việc cộng hưởng giữa hai hãng này dẫn đến rất nhiều kiện cáo, tố tụng làm ảnh hưởng đến danh tiếng của cả hai. Đến năm 2007, Unum đã quyết định không sáp nhập với Provident và ra khỏi thị trường bảo hiểm cá nhân. Hậu quả để lại là, giá cổ phiếu của Unum đã giảm nhanh, chưa bằng một nửa năm 1999 và Unum sau đó vẫn phải đối mặt với những lần hầu tòa.

Một vấn đề nữa là, ngay cả khi việc cộng hưởng là có thể, nhưng doanh nghiệp vẫn có thể mất phương hướng, như trường hợp Quaker Oats mua lại Snapple với giá 1,7 tỷ USD vì muốn có được hệ thống vận chuyển trực tiếp và mạng lưới quan hệ với những nhà phân phối độc quyền. Đây là một thương vụ mua lại với chi phí quá cao. Sau thương vụ, chính việc không am hiểu những nhà phân phối của Snapple và những xung đột trong văn hóa, kỹ năng đã khiến Quaker không thể thành công và phải bán lại Snapple với giá chỉ có 300 triệu USD.

“BÃY” CỘNG HƯỞNG

Sirower, trong một nghiên cứu tìm hiểu các thương vụ M&A, khẳng định rằng, việc biện minh về giá trị cộng hưởng rất hiếm khi đạt được, do khoản tiền khuyến khích premium lớn được trả trong thương vụ - “các khoản tiền khuyến khích premium đòi hỏi việc cải thiện kết quả hoạt động, mà điều này là hầu như không thể đạt được, thậm chí khi có đội ngũ quản lý tốt nhất trong điều kiện ngành tốt nhất”. Theo Sirower, nếu doanh nghiệp không nhận ra điều này, thì sẽ trở thành nạn nhân của “bẫy giá trị cộng hưởng”.

NGUYÊN NHÂN CỦA CỘNG HƯỞNG TIÊU CỰC

Có thể chỉ ra những nguyên nhân chủ quan và khách quan dẫn đến cộng hưởng không được như kỳ vọng, thậm chí gây tổn thất lớn cho các doanh nghiệp đi mua lại, bao gồm:

- Phân tích lựa chọn nhầm đối tác.
- Thanh tra đối tác (due diligence) quá sơ sài và cẩu thả.
- Trả phí khuyến khích premium thực hiện thương vụ M&A quá cao, xuất phát từ kỳ vọng sẽ đạt giá trị cộng hưởng lớn, trong khi thực tế đạt được là khá khả thi.
- Việc hợp nhất được tiến hành chậm trễ và không có kế hoạch chi tiết, cụ thể, dẫn tới chi phí để đạt được giá trị cộng hưởng tăng.
- Sự kiêu ngạo của các nhà quản lý (management hubris).
- Lợi ích cá nhân.
- Và nhiều nguyên nhân khác.

ĐỂ TRÁNH “BÃY” CỘNG HƯỞNG

Cộng hưởng là một trong những động cơ quan trọng trong các thương vụ M&A và là nguồn của lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp. Ở Việt Nam, trong giai đoạn hiện nay, theo đánh giá của chúng tôi, dựa trên việc khảo sát và phỏng vấn nhiều nhà quản lý, mặc dù số lượng các thương vụ và giá trị giao dịch có xu thế tăng, việc hiểu sâu về động cơ cộng hưởng, cũng như việc sử dụng chiến lược M&A theo một cách tiếp cận bài bản, tổng thể và kết hợp hài hòa giữa tầm nhìn và kế hoạch ngắn hạn và dài hạn còn hạn chế.

Phần lớn doanh nghiệp tham gia thực hiện M&A mới chỉ dừng ở góc độ phân tích đối tác dưới góc độ tài chính, các ích lợi dự kiến của M&A, quá trình định giá và đàm phán, để từ đó thực hiện thương vụ. Doanh nghiệp nhìn chung thiếu hẳn một chiến lược M&A cụ thể đặt trong chiến lược phát triển dài hạn của mình. Thêm vào đó, việc lập kế hoạch cho quá trình hợp nhất hậu M&A

cũng chưa được quan tâm. Điều này sẽ là một trong những rào cản lớn nhất cho doanh nghiệp trong việc đạt được giá trị mong muốn từ các thương vụ.

Để hạn chế những thất bại từ cộng hưởng, trước khi đi đến bất kỳ quyết định M&A, các công ty cần trả lời những câu hỏi:

- Đó có phải là một chiến lược thực tế để đạt được thành công dài hạn?
- Những thất bại trước đây giúp chúng ta học được gì?
- Những thông tin quan trọng và những quan điểm trái chiều đã được người ra quyết định biết hết chưa? Có thể thực hiện khảo sát để lấy ý kiến từ những nhân viên vì họ cũng là những người am hiểu vấn đề.
- Khi mở rộng quy mô, những lợi thế có thể đảm bảo giải quyết những khó khăn?
- Mọi sự lựa chọn đã được xem xét hay chưa?
- Có nên đánh cuộc vào quyết định này?

Những câu hỏi này sẽ giúp các công ty suy nghĩ kỹ hơn để có những quyết định chín chắn nhất trong việc thực hiện M&A.

Ngoài ra, đối với ban quản trị doanh nghiệp, việc xây dựng một tầm nhìn dài hạn và chiến lược M&A cụ thể, đặc biệt là xây dựng kế hoạch hợp nhất hậu M&A để đạt được giá trị cộng hưởng và các giá trị khác là rất cần thiết.

(Trích từ ấn phẩm Vietnam M&A Review 2011-2012)

1) Theo Từ điển American Heritage Dictionary.
 2) M. Sirower, How companies lose the acquisition game - The synergy trap, New York: The Free Press, 1997.
 3) M. L. Marks & P. H. Mirvis, Joining Forces – Making one plus one equal three in mergers, acquisitions and alliances, San Francisco: Jossey-Bass Inc, 1997.
 4) P.C. Haspeslagh & D.B. Jemison, Managing acquisitions – Creating value through corporate renewal, New York: The Free Press, 1991.
 5) A. Campbell & M. Goold, Synergy: Why links between business units often fail and how to make them work, Oxford: Capstone Publishing Limited, 1998.
 6) P.C. Haspeslagh & D.B. Jemison, Managing acquisitions – Creating value through corporate renewal, New York: The Free Press, 1991.
 7) Paul B. Carrol & Chunka Muil, “Seven ways to fail big”, Harvard Business Review, September 2008, pp. 82-91

