

VIỆT NAM - NGÔI SAO MỚI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TOÀN CẦU

CHRIS WRIGHT^(*). **Vietnam is the new star in the global equity space.** *Time news network*, 19/2/2007.

THU HUYỀN
dịch

Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2006 diễn biến theo động thái có lẽ không bao giờ lặp lại. Hiện nay thông tin tràn ngập về các công ty niêm yết đang thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư. Nhưng với những đánh giá ở khía cạnh tổng quát, bài viết phân tích chiều sâu của tính thanh khoản (liquidity) và phát hiện thấy dòng tiền đang chảy vào đây có thể tiềm ẩn những tác động bất lợi.

Khi quá trình huy động vốn thị trường của thị trường chứng khoán ở một nước tăng gấp 15 lần trong một năm, người ta có thể đưa ra hai kết luận: đã đến thời điểm của thị trường chứng khoán, hoặc thời điểm của thị trường chứng khoán đã đến và đã đi còn bạn đã bỏ lỡ nó. Hãy đến với câu hỏi hóc búa về vấn đề thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

Ông Don Lam, Tổng Giám đốc Công ty Quản lý quỹ VinaCapital nhận định “Tổng giá trị tại 2 thị trường là Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh hiện nay là 15 tỉ USD”. “Từ triển vọng là một thể chế đầu tư lớn, hiện nó đang tiến tới việc xuất hiện trên bảng điện tử”.

Vào tháng 11, Công ty quản lý bất

động sản JF đã lập quỹ đầu tư vào Việt Nam ở Hong Kong, Quỹ đầu tư cơ hội Việt Nam của JF. Hình thức ban đầu của quỹ được áp dụng cho những nhà đầu tư nhỏ lẻ trong thành phố, quỹ này đã nâng mức vốn cần thiết là 50 triệu USD trong nhiều giờ và đã phải từ chối những đăng ký mới ngay trong ngày đầu tiên phát hành.

Tiếp theo đó, vào đầu tháng 12, Công ty Prudential thành lập quỹ đầu tư với số vốn niêm yết cố định tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Đây mới chỉ là quỹ đầu tư thứ hai của Việt Nam. Công ty bảo hiểm và bất động sản của Anh đã đầu tư 700 triệu USD trong tổng tài sản vào các hoạt động bảo

^(*) Biên tập viên tờ "*The Economic Times*".

hiểm nhân thọ của họ tại Việt Nam và lên kế hoạch lập thêm nhiều quỹ đầu tư vốn cố định.

Công ty quản lý bất động sản của Đức DWS cũng đưa quỹ đầu tư Việt Nam lên Sàn giao dịch chứng khoán Ireland vào tháng 12, sau khi tăng thêm hơn 34 triệu cổ phiếu chào bán dựa vào nhu cầu đang tăng cao. Các nguồn tin ở Việt Nam cho rằng chính các nhà đầu tư của nước này đang lao vào mua khiến công ty đó phải bán ra thêm nhiều cổ phiếu như vậy.

Công ty quản lý vốn Lion của Singapore đã thành lập quỹ đầu tư riêng vào Việt Nam đầu tiên của Singapore vào tháng 1/2007.

Bên cạnh đó còn nhiều quỹ khác: chẳng hạn như một quỹ đầu tư vào Việt Nam mới được thành lập ở Đài Loan và một loạt các quỹ đầu tư trong khu vực trước đây bỏ qua Việt Nam đã bắt đầu đề nghị các lượng đầu tư cổ phiếu nhỏ.

Việt Nam thu hút được sự quan tâm của các quỹ đầu tư là đương nhiên. Do đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đang tăng, các vị trí xuất khẩu cải thiện và chỉ tiêu công được nâng lên, cùng với lợi ích của việc gia nhập vào WTO cuối năm 2006, Việt Nam dường như đang ở trong bối cảnh kinh tế tốt đẹp nhất. Sim Moh Siong, một nhà nghiên cứu kinh tế của tập đoàn Citi nhận định: “Nếu Việt Nam tiếp tục duy trì đà tư nhân hoá và những cải tiến đối với hệ thống ngân hàng và cơ sở hạ tầng, bạn có thể thấy tỷ lệ tăng trưởng sẽ ở mức 8% trong vòng 2 đến 5 năm tới”.

Và mặc dù thị trường 15 tỉ USD

không làm thay đổi thế giới, nhưng có những dấu hiệu cho thấy thị trường của Việt Nam cuối cùng đã đạt sự xuất hiện không chỉ là thoáng qua trên thị trường châu Á. Daryl Goh, nhà chiến lược về vốn của Crédit Suisse nhận xét rằng lượng mua thực trên thị trường cổ phiếu Việt Nam trong hai tháng 11 và 12 đã vượt lượng mua ở Philippines.

Tất cả những điều này đều rất ấn tượng, nhưng việc vốn thị trường tăng lên 15 lần rõ ràng đã cho thấy một thực tế quan trọng. Theo Crédit Suisse thì nguyên nhân nhiều cổ phiếu mới được niêm yết trong năm 2006 và đặc biệt là vào tháng 12 khi 106 công ty đã niêm yết trong tổng số 160 công ty lên sàn trong năm chính là hạn định cho việc khuyến khích xoá 50% thuế cho những công ty đã niêm yết trong 2 năm đầu kể từ khi công bố đến cuối năm là hết.

Phần lớn các công ty niêm yết trong tháng 12 đã tiến hành kinh doanh trên các thị trường mua bán phi tập trung (OTC). Thị trường OTC này là một hình thức thuận lợi trái với những lời đùa bỡn về các hình thức cổ xưa của nước này: người ta chỉ trao tay những mảnh giấy mua bán qua trung gian là các nhà môi giới chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

Nhưng trong thực tế, đây là cách giao dịch duy nhất ở Việt Nam trong một thời gian dài, và đó là một thị trường trong đó các mức giá hiển thị được công bố trong những bản tin hàng ngày và là thị trường có một số cổ phiếu hưởng các mức thanh khoản mà các thị trường chứng khoán chính thức chỉ có thể ghen tỵ. Điều này có nghĩa là phần lớn việc nâng khả năng thanh

khoản của thị trường cổ phiếu lên thực chất là sự thay đổi về cấu trúc chứ không phải là hình thức vốn mới. Nhưng giai đoạn chuyển tiếp này vẫn quan trọng khi nó thu hút được sự quan tâm của quốc tế bởi một số nhà đầu tư nước ngoài cảm thấy thoải mái với một hệ thống như vậy.

Garry Evans, nhà chiến lược liên Á của Ngân hàng Hong Kong (HSBC) nói “Thị trường OTC gây chút khó khăn cho các nhà đầu tư nước ngoài. Mặc dù, các mức giá hiển thị được công bố, nhưng các nhà quản lý quỹ đầu tư đôi khi nhận thấy họ không thể giao dịch ở mức giá đó được, và việc khớp lệnh có thể phải mất hơn ba tháng”.

Việc đảm bảo lợi ích của công ty trong nước đặc biệt quan trọng vì nước này sẽ có rất nhiều kênh giao dịch. Chính phủ lên kế hoạch cho các nguồn vốn - đó là quá trình tư nhân hoá - 600 doanh nghiệp nhà nước (SOEs), sẽ bao gồm việc niêm yết 100 công ty trong số đó.

Sự chú ý tập trung nhiều nhất vào những công ty lớn có tính bước ngoặt hy vọng sẽ niêm yết trong năm 2007, bao gồm Vietcombank, Ngân hàng BIDV, Ngân hàng Nhà Mekong, Công ty bảo hiểm Bảo Việt và Vietnam Airlines, mặc dù có thông tin cho rằng hãng hàng không quốc gia có thể sẽ niêm yết ở Singapore. Nhiều người nghĩ rằng mỗi công ty trong số bảy công ty niêm yết sẽ có tổng giá trị là hơn 1 tỉ USD trong năm 2007. Những ứng viên niêm yết trong khu vực viễn thông bao gồm MobiFone, Viettel, Vinafone và VMS MobiFone.

Tuy tất cả đều rất có hy vọng, các nhà đầu tư muốn tham gia vào những công ty niêm yết này chắc chắn phải đối mặt với một số kiểm chế. Việt Nam áp đặt những giới hạn cho tỷ lệ vốn tham gia của nước ngoài vào các cổ phiếu trong nước đã niêm yết. Đó là 49% đối với hầu hết các ngành công nghiệp (tăng từ 30% vào tháng 10/2005), nhưng với các ngành nhạy cảm vẫn chỉ là 30% - bao gồm ngành ngân hàng, một lĩnh vực lõi cuốn các tổ chức nước ngoài nhất vì nhiều nhà đầu tư coi các tổ chức tài chính là phương pháp trực tiếp nhất trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Trong tương lai nhiều vấn đề nảy sinh từ những hạn chế này sẽ được công khai bàn luận, và việc Việt Nam gia nhập WTO có lẽ rất có ý nghĩa, nhưng đó là tình trạng ít nhất là trong thời gian tới. Thực sự, trước đây, một số công ty niêm yết đã vướng phải sự hạn chế đó thông qua các nhà đầu tư chiến lược thậm chí trước khi lưu hành.

Giám đốc Quỹ đầu tư cơ hội Việt Nam JF ở Hong Kong, ông Mayur Nallamala nhận xét: “Việc hạn chế sở hữu nước ngoài về ngân hàng là một vấn đề vì cả các ngân hàng tư nhân đã niêm yết, ACB và Sacombank, đều bị hạn chế. Hầu hết những công ty khác, nhất là những công ty lớn hơn, vẫn còn khoảng trống. Tôi mong rằng ở mức độ nào đó những giới hạn này sẽ được nói lỏng, nhưng có lẽ sẽ không nhanh như chúng ta mong đợi”.

Một số nguồn tin giấu tên cho rằng Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Bộ Tài chính và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã có những quan điểm khác nhau về việc

cần phải làm gì và khi nào, thì dường như không thể có được một giải pháp mau lẹ.

Một vấn đề khác nữa là việc định giá. Mặc dù không có nhiều sự quan tâm của các đơn vị đầu tư quốc tế, hệ số định giá (P/E) của 10 cổ phiếu lớn nhất đã tăng gấp 30 lần; trong trường hợp Công ty FPT, các con số của Công ty môi giới chứng khoán trong nước Mekong cho thấy, cổ phiếu này được giao dịch với mức lợi nhuận ước tính gấp 77 lần so với năm 2006. Thị trường chứng khoán Việt Nam đã tăng tới 200% trong năm 2006.

Điều này dẫn tới một tranh luận quen thuộc là: có nên loại bỏ sự quan tâm mà mọi người thường đặt vào hệ số P/E khi xem xét một thị trường đang nổi lên mạnh mẽ. Ông Evans chỉ ra rằng: “Hệ số P/E như vậy là cao nhưng trong giai đoạn phát triển này của thị trường bạn thường thấy hệ số P/E cao. Theo tôi điều này có lẽ giống với tình hình Thailand năm 1993”. Ông tính toán rằng lợi nhuận giao dịch tại thị trường Thành phố Hồ Chí Minh tăng gấp 41 lần trong 4 quý qua do chỉ số VN-Index tăng 38% trong cùng giai đoạn, trong khi tỷ lệ lợi nhuận trên cổ phiếu trong năm 2006 tăng gần 30% so với năm 2005. “Mức tăng này có thể lý giải cho mức lợi nhuận nêu trên và còn rất nhiều cơ hội để tăng lợi nhuận”.

Cùng với sự quan tâm mới đó vào Việt Nam là hàng loạt những cải thiện mà các nhà quan sát quốc tế mong đợi: việc áp dụng những quy định mới, các hệ thống tốt hơn, tiêu chuẩn kiểm toán và kế toán được nâng cao, và đưa ra hình thức giao dịch điện tử tuy còn ít.

Sự tham gia của các công ty nước ngoài sẽ giúp tạo ra sự thay đổi nào đó. Ông Don Lam phát biểu: “Càng có nhiều thể chế đầu tư nhập cuộc, thì tính minh bạch càng cao và việc quản lý công ty cũng vậy”. Dự kiến sẽ còn có thay đổi khác nữa khi Việt Nam chuyển qua sử dụng các chỉ số MSCI - một ngành khoa học không chính xác.

Người ta cũng hy vọng rằng các quá trình cổ phần hoá được tiến hành trên cơ sở định giá hợp lý. Một nhà phân tích nhận định: “Trong các quá trình cổ phần hoá trước đây, cách định giá mà họ sử dụng là tăng giá tài sản cố định: bàn, ghế, đèn. Nhưng tôi cho rằng chúng ta sẽ thấy cách tiếp cận dòng tiền mang tính thị trường và tiên tiến hơn được áp dụng với trường hợp bán cổ phần Vietcombank”.

Chỉ sau kỳ nghỉ Tết Nguyên đán mới thấy rõ được thị trường sẽ biến động như thế nào; mọi việc sẽ “hoàn toàn tê liệt” cho đến cuối tháng hai, ông Don Lam nói. Nhưng sẽ có nhiều diễn biến. Ngân hàng Nhà Mekong đã chọn Deutsche Bank làm cố vấn niêm yết của mình, trong khi đó Vietcombank và Công ty Bảo Việt^(*) vẫn chưa công bố lựa chọn của họ; đặc điểm chung là phải mất khoảng ba tháng từ khi lựa chọn nhà tư vấn đến khi tiến hành cổ phần hoá. Tuy nhiên, theo các công ty tư vấn cũng như các nhà đầu tư thì năm 2007 vẫn là một năm quan trọng đối với Việt Nam.

^(*) Ngày 31/5/2007, Bảo Việt đã tổ chức bán đấu giá cổ phần lần đầu ra công chúng dưới sự tư vấn định giá doanh nghiệp của VACO (Deloitte Vietnam), tư vấn đầu giá của Công ty Chứng khoán Bảo Việt, và Crédit Suisse (Thụy Sĩ) trở thành nhà tư vấn trong việc lựa chọn đối tác chiến lược (BBT).