



CẦN CÓ NHẬN THỨC ĐÚNG VỀ THỊ TRƯỜNG OTC VÀ CHỈ SỐ P/E KHI ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU TRONG QUÁ TRÌNH PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở NƯỚC TA

TS. TẠ THỊ LỆ YÊN

Từ giữa năm 2000 đến nay cùng với sự ra đời, phát triển của Thị trường chứng khoán niêm yết, cụ thể là Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và năm 2005 có thêm Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội thì thị trường giao dịch cổ phiếu phi tập trung - OTC cũng phát triển rất nhanh. Bên cạnh đó trong giai đoạn hiện nay, khi thị trường chứng khoán và thị trường OTC phát triển được coi là quá nóng thì chỉ số P/E được nhắc đến nhiều trên các diễn đàn.

Thị trường OTC viết tắt theo cụm từ tiếng Anh là Over The Counter, để chỉ việc giao dịch cổ phiếu ngoài sàn giao dịch chứng khoán, hay còn gọi là thị trường giao dịch cổ phiếu phi tập trung.

Còn chỉ số P/E cũng viết tắt theo cụm từ tiếng Anh là Price per Earnings, tức là giá cổ phiếu so với lợi nhuận mà nhà đầu tư thu được khi đầu tư vào cổ phiếu đó. Như vậy cả hai cụm từ viết tắt OTC và P/E đều thể hiện tính thông lệ quốc tế mà Việt Nam đang trong giai đoạn đầu phát triển thị trường chứng khoán, thị trường giao dịch cổ phiếu dứt khoát không nằm ngoài những giao dịch và tính toán đó. Song hiện nay đang có những quan điểm và nhận thức khác nhau về vấn đề này, vậy thực chất của nó ra sao!

Đối với thị trường OTC, hiện nay bên cạnh những tên gọi được dịch nguyên nghĩa tiếng Anh và theo đúng bản chất của nó, thì không ít quan điểm cho rằng đó là thị trường chứng khoán tự do, đồng thời nêu những khuyến nghị và đưa ra những bình luận chưa hẳn đã tác động tích cực đến thị trường này.

Trước hết không thể gọi là thị trường OTC là thị trường chứng khoán tự do, bởi vì các cổ phiếu được giao dịch chưa đăng ký với cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán, chưa bị điều chỉnh bởi pháp luật về giao dịch chứng khoán. Do đó chỉ có thể gọi là thị trường giao dịch cổ phiếu mà thôi. Song bản thân giao dịch trên thị trường này hiện nay ở nước ta không chỉ có cổ phiếu mà có cả trái phiếu có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu. Ước tính hiện nay trên thị trường đang có khoảng 6 loại trái phiếu dạng này, đó là trái phiếu của các Ngân hàng thương mại: Á châu, Quân đội, NHTM cổ phần Sài Gòn, Ngân hàng ngoại thương Việt Nam, Ngân hàng nông nghiệp và phát triển nông thôn Việt Nam, trái phiếu của Công ty chứng khoán Sài Gòn - SSI,...

Thứ hai là, không thể gọi thị trường OTC là thị trường tự do.

Giao dịch cổ phiếu trên thị trường OTC tuy không chịu sự quản lý Nhà nước về thị trường chứng khoán và pháp luật chuyên ngành về chứng khoán, nhưng chịu sự quản lý Nhà nước về chuyên ngành kinh doanh, điều chỉnh pháp luật về giao dịch dân sự và hình sự, pháp luật chuyên ngành kinh doanh, luật doanh nghiệp, đặc biệt là các quy định về Hội đồng quản trị và Ban kiểm soát công ty cổ phần, quy định về cổ phần; các quy định về cổ phiếu, vốn điều lệ, kiểm toán và các quy định khác có liên quan.

Do đó những người mua bán cổ phiếu OTC đều bám theo các quy định pháp luật nói trên để thực hiện các giao dịch và tìm kiếm cơ hội đầu tư sao cho phòng ngừa tới mức thấp nhất rủi ro. Văn phòng Hội đồng quản trị của các NHTM cổ phần, Công ty chứng khoán và Công ty bảo hiểm cổ phần, doanh nghiệp cổ phần khác nói chung, hầu như đều ban hành văn bản mẫu về Hợp đồng chuyển nhượng cổ phiếu, đơn xin chuyển nhượng.... Những quy định và điều khoản ràng buộc trong đó đều bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư, tức là cả bên mua và bên bán, quyền lợi về chia cổ tức, mua cổ phiếu tăng vốn,... dựa trên điều lệ của công ty cổ phần và các quy định pháp luật khác có liên quan. Nếu như các hành vi lừa đảo thì cũng chịu các chế tài của luật hình sự. Các tranh chấp về dân sự cũng được giải quyết theo Luật dân sự.... Thanh tra chuyên ngành: Ngân hàng, Tài chính,... cũng có nội dung thanh tra và chức năng thanh tra giải quyết những vấn đề liên quan cổ đông, cổ phần, cổ phiếu,... của Ngân hàng thương mại cổ phần, Công ty chứng khoán cổ phần và Công ty bảo hiểm cổ phần,... Cổ phiếu của các công ty chưa niêm yết giao dịch OTC cũng hầu hết được ghi rõ các giao dịch chuyển nhượng chỉ có giá trị khi làm thủ tục qua Văn phòng Hội đồng quản trị của doanh nghiệp đó. Thủ tục chuyển nhượng cũng hết sức chặt chẽ với việc xuất trình Sổ hộ khẩu, chứng minh thư, chữ ký gốc,... Các NHTM cổ phần bắt buộc phải thực

hiện kiểm toán độc lập hay kiểm toán quốc tế hàng năm và phải công bố công khai thực trạng tài chính trước đại hội cổ đông, trước công luận.

Bởi vậy trong thực tiễn ở nước ta, hơn 2 năm qua, thị trường OTC cũng phát triển rất nhanh, giao dịch sôi động, với hàng trăm loại cổ phiếu được giao dịch OTC, tổng số vốn hoá cũng lên tới hàng trăm nghìn tỷ đồng, nhưng chưa gây ra vụ kiện tụng hay tranh chấp nào ầm ĩ trong xã hội, trên thị trường, cũng chưa thấy toà dân sự, hay mức độ cao hơn phải xử lý các trường hợp tranh chấp giao dịch trên thị trường OTC.

Cũng nắm bắt nhu cầu giao dịch trên nên đã hình thành tự phát nơi đăng giao dịch cổ phiếu OTC trên trang Web của các Công ty kinh doanh chứng khoán, như: ABS, ABCS, BVSC,... hoặc các trang chuyên về giao dịch OTC, như: SANOTC OTC24h,... Trong đó nếu như trong mục rao vặt OTC của địa chỉ BVSC các thông tin giao dịch mua bán cổ phiếu chỉ được duyệt và đưa trên mạng 1 lần trong ngày thì địa chỉ sanotc được xét duyệt và đăng tin liên tục trong ngày. Đây được coi là hai địa chỉ có tần suất giao dịch sôi động nhất và hiệu quả nhất trong việc khớp nối thông tin giữa cung và cầu về mua bán cổ phiếu OTC hiện nay. Các địa chỉ trang Web nói trên không chỉ đăng thông tin giữa nhu cầu mua và bán mà còn thông tin về các công ty có cổ phiếu giao dịch OTC, thông tin khác liên quan đến phân tích thị trường OTC,...

Tham gia môi giới trên thị trường OTC còn có lực lượng đông đảo là chính nhân viên Văn phòng Hội đồng quản trị, cán bộ và nhân viên của chính các doanh nghiệp cổ phần có cổ phiếu được giao dịch. Những người này không chỉ môi giới mà còn hướng dẫn người mua, người bán làm các thủ tục chuyển nhượng đúng pháp luật và hết sức chặt chẽ.

Đối với chỉ số P/E, nếu như đối với thông lệ quốc tế thì khoản lợi nhuận mà nhà đầu tư thu được chỉ tính đến cổ tức và giá cổ phiếu

chênh lệch giữa giá mua và giá bán, thì ở nước ta biến số E có độ mở và rất lớn.

Thứ nhất, đó là khoản lợi nhuận mà nhà đầu tư chứng khoán, đầu tư cổ phiếu OTC ở nước ta có được bao gồm cả quyền mua cổ phiếu tăng vốn. Do yêu cầu mở rộng kinh doanh và các quy định về tỷ lệ an toàn, quy định pháp luật, nên nhiều doanh nghiệp cổ phiếu định kỳ phải phát hành thêm cổ phiếu để tăng vốn điều lệ, nhất là các NHTM cổ phần, Công ty chứng khoán cổ phần và Công ty bảo hiểm cổ phần. Cổ phiếu phát hành mới theo mệnh giá hoặc theo giá thoả thuận có khoảng cách chênh lệch lớn trên thị trường OTC, nên đây là một khoản thu nhập lớn trên mỗi cổ phiếu. Trung tuần tháng 1-2007, khi thông tin NHTM cổ phần Sài Gòn Hà Nội - SHB sẽ phát hành cổ phiếu mới với tỷ lệ 1:1, tức là cứ sở hữu 1 cổ phiếu được mua thêm 1 cổ phiếu mới bằng mệnh giá, lập tức giá cổ phiếu trên thị trường OTC của SHB tăng lên và khó tìm được người bán để mua.

Thứ hai, các doanh nghiệp chia cổ phiếu cho người đang sở hữu cổ phiếu từ nguồn quỹ thặng dư vốn. Đây mới là hai khoản thu nhập lớn nhất mà nhà đầu tư có được. Cụ thể như Công ty chứng khoán Sài Gòn - SSI bán cổ phần cho một nhóm nhà đầu tư chiến lược là các tập đoàn tài chính lớn của Nhật Bản theo giá thoả thuận, phần chênh lệch giá mệnh giá và giá thoả thuận chính người sở hữu hay cổ đông được hưởng. Hoặc VP Bank bán 10% cho tập đoàn ngân hàng OCBC của Singapore, khoản chênh lệch giữa giá bán thoả thuận cổ phiếu với mệnh giá gốc cổ đông của VP Bank được chia bằng cổ phiếu với tỷ lệ 35%, tức là cứ sở hữu 100 cổ phiếu thì được chia thêm 35 cổ phiếu.

Thứ ba, thu nhập của người sở hữu cổ phiếu từ nguồn thu nhập bất thường khác của doanh nghiệp. Đó là các khoản bán tài sản và khoản thu được nợ đọng. Tài sản khi cổ phần hoá hay hạch toán

(Xem tiếp trang 37)

hiện tại theo giá gốc hay theo giá trên sổ sách, nhưng do đầu tư liên doanh liên kết hay bán tài sản, phần chênh lệch giữa giá thị trường tại thời điểm góp vốn hay thời điểm bán được chia cho cổ đông. Trong năm 2006, NHTM cổ phần Quân đội - MB chuyển nhượng khách sạn Asean với giá trên 290 tỷ đồng, sau khi trừ các chi phí, khoản thu nhập lớn này cộng với một số khoản thu nhập tích lũy khác, hết năm 2006, cổ đông của MB được chia cổ phiếu với tỷ lệ 42%, tức là cứ sở hữu 100 cổ phiếu trọn 1 năm thì được chia thêm 42 cổ phiếu. Hoặc trong năm 2005, NHTM cổ phần xuất nhập khẩu Eximbank thu được khoản nợ xấu 105 tỷ đồng của Công ty Việt Hà, khoản tiền này được đưa vào thu nhập bất thường, cổ đông của Eximbank được hưởng.

Như vậy khi tính chỉ số P/E đối với cổ phiếu của các doanh nghiệp ở nước ta không thuần túy chỉ có cổ tức và chênh lệch giá cổ phiếu như thông lệ quốc tế mà có các khoản thu nhập khác rất lớn. Do đó khi công bố chỉ số P/E của các doanh nghiệp niêm yết hay chưa niêm yết ở nước ta để khuyến cáo việc tăng giá nóng của cổ phiếu cần lưu ý cách tính chỉ số P/E nói trên để không gây tác động xấu đến cả thị trường OTC và thị trường niêm yết.

Đồng thời cần có nhận thức đúng về thị trường cổ phiếu phi tập trung OTC. Bởi vì thị trường này có những quy tắc điều chỉnh cụ thể, nó thúc đẩy tốc độ cổ phần hoá và hiệu quả cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước ở nước ta. Đồng thời thị trường OTC tạo điều kiện và thúc đẩy thị trường niêm yết phát triển, tạo tiền đề chuyển cổ phiếu giao dịch OTC sang giao dịch trên thị trường niêm yết, đây là quá trình tất yếu của các nền kinh tế đang trong quá trình chuyển đổi, các nền kinh tế đang hội nhập nhanh về kinh tế quốc tế. Giải pháp sớm hình thành thị trường OTC chính thức là hết sức cần thiết trong quá trình phát triển thị trường chứng khoán ở nước ta ■