

Còn những điều chưa thấy hết từ bong bóng chứng khoán

Thạc sĩ LÊ ĐẠT CHÍ

Nếu cơ quan quản lý thị trường cứ chấp nhận cho các công ty huy động vốn (phát hành đặc quyền với giá phát hành cao hơn mệnh giá) và đầu tư chúng trở lại TTCK, thay vì dùng vào các hoạt động sản xuất kinh doanh, không sớm thì muộn TTCK sẽ đổ vỡ.

Vừa qua, Chính phủ đã có cuộc họp bàn với Bộ tài chính, Ngân hàng Nhà nước, Ủy ban chứng khoán nhà nước để bàn các giải pháp tăng cường quản lý và giám sát hoạt động của TTCKVN trước những biến động được cho là “quá nóng”. Mặc dù vậy thị trường vẫn liên tục chứng kiến hàng loạt đợt tăng giá mạnh. Tại sao lại như thế?

Chuyển sàn làm tăng giá

Ngoài việc những yếu tố cơ bản của nền kinh tế hiện đang ở mức tăng trưởng quá tốt thì còn có yếu tố “phi kinh tế” nào tác động làm cho giá cổ phiếu nóng lên?

Thoạt nhìn, kết quả kinh doanh của các công ty đều tăng mạnh và có hiệu quả kinh doanh khá tốt. Đó có thể là một trong những lý do mà các nhà đầu tư tiếp tục kỳ vọng vào khả năng tăng trưởng của các công ty này. Thế nhưng, với sự hoài nghi, chúng ta thử đặt ra nhiều câu hỏi lớn: Phải chăng cổ phiếu của các công ty niêm yết trước đây chưa được định giá đúng và ngày nay khi thị trường thu hút quá nhiều nhà đầu tư tham gia nên đã giúp cho thị trường định giá đúng?

Có thể điều này là đúng, nhưng tại sao gần đây lại có hiện tượng những cổ phiếu khi chuyển sàn thì

lại tăng giá mạnh? Ví dụ như cổ phiếu mã PPC lúc còn ở sàn Hà Nội chỉ là 65.000 đồng thì khi chuyển sang sàn TP.HCM lại tăng lên 105.000 đồng? Đó chính là do sự khác nhau trong hệ thống giao dịch giữa các sàn.

Hệ thống giao dịch ở sàn Hà Nội (khớp lệnh báo giá) có một cái hay là đòi hỏi nhà đầu tư phải biết “định giá đúng”. Do khớp lệnh liên tục nên nếu người chơi không biết định giá họ sẽ bị thiệt. Ví dụ như khi trung bình của thị trường đang định giá cao cổ phiếu đó, nhưng do không biết nên nhà đầu tư bán với giá sàn, thì ngay lập tức có người mua ngay, người bán bị lỗ. Trong khi đó tại sàn TP.HCM (khớp lệnh định kỳ), thì người bán này có thể không bị thiệt trong phiên giao dịch đó do hệ thống giao dịch tìm ra mức giá thị trường, mà mức giá này thường thì cao hơn mức giá sàn (trừ trường hợp thị trường giảm giá quá mức). Cách khớp lệnh này đã giúp cho không ít nhà đầu tư lớn làm giá cổ phiếu, tạo ra cung cầu ảo. Vì vậy mới có trường hợp khi chuyển sàn thì giá lại tăng quá nhanh.

Vòng xoáy thẳng dư vốn

Chúng ta phải thừa nhận một thực tế từ số liệu của các công ty niêm yết công bố, rằng khoản thu nhập của không ít các công ty này có

được đều là từ đầu tư tài chính. Chính những khoản lợi này đã thổi phồng hiệu quả thực từ hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty này. Bảng dưới đây cho thấy một số công ty niêm yết đã quá mạo hiểm trong hoạt động đầu tư tài chính của mình.

Mã chứng khoán	Lợi nhuận hoạt động/thu nhập tài chính (trước thuế) (tỷ đồng)	Vốn chủ sở hữu/dầu tư tài chính (tỷ đồng)
DTC	38/121	20,9/52,9
NAV	21/1,4	38/11,5
HAP	19/15	158/38,5
SMC	20,8/2,3	102/26
DHA	29,9/7	186,6/83,6

Khi TTCK là một kênh tạo ra lợi nhuận hấp dẫn như thời gian qua thì các doanh nghiệp không nằm ngoài cuộc chơi ấy, cũng tranh thủ cho mình những khoản lợi nhuận nhằm gia tăng mức tỷ suất sinh lợi cho các cổ đông của họ. Chính những khoản lợi nhuận thu được đã giúp cho các công ty niêm yết lấy lại đà tăng trưởng giá của mình, lôi kéo các nhà đầu tư trên thị trường. Trong khi đó các nhà đầu tư lại có tầm nhìn quá hạn hẹp khi nhìn nhận mức lợi nhuận của công ty mà mình đã đầu tư. Họ ít chú ý đến đâu là nền tảng sự phát triển của doanh nghiệp mình đầu tư. Đối với những công ty niêm yết thì nhà đầu tư còn có thể nhận ra được những bất hợp lý, còn những công ty chưa niêm yết thì quá thật là một mê hồn trận. Báo *Đầu tư chứng khoán*, số ngày 15.3.2007 đã đưa tin, với mức lợi nhuận sau thuế cả năm 2006 của công ty TIE đạt được là 83 tỷ đồng thì có đến 30 tỷ đồng từ lãi đầu tư cổ phiếu Eximbank. Những khoản lợi nhuận này có được tiếp tục duy trì trong tương lai như kỳ vọng của các nhà đầu tư không?

Sự liên kết giữa công ty và các nhà quản lý quỹ

Ngày nay, khi thị trường phát triển “quá nóng” các cơ quan chức

năng đã liên tiếp cảnh báo thị trường, ban hành những quy chế quản lý nhằm phát triển TTCK ổn định và bền vững. Tuy nhiên, thực tế tiềm ẩn hiện nay nằm ở chính phần đầu tư tài chính tại các công ty cổ phần do đầu tư tài chính không phải là “nghề” chính và rủi ro có thể xảy ra bất kỳ lúc nào. Đứng ở góc độ chung thì lượng vốn đầu tư này đã làm gia tăng quy mô thị trường kinh khủng nhưng GDP thì rất có thể lại không tăng theo tương ứng, đây chính là điều tạo nên yếu tố không bền vững hay ảo trên TTCK VN.

Nguy hiểm hơn khi ta liên kết các khoản đầu tư tài chính này với hoạt động IPO hay huy động vốn bổ sung trên TTCK. Việc thực hiện các dự án cần một khoảng thời gian khá dài mới có thể hấp thụ hết lượng

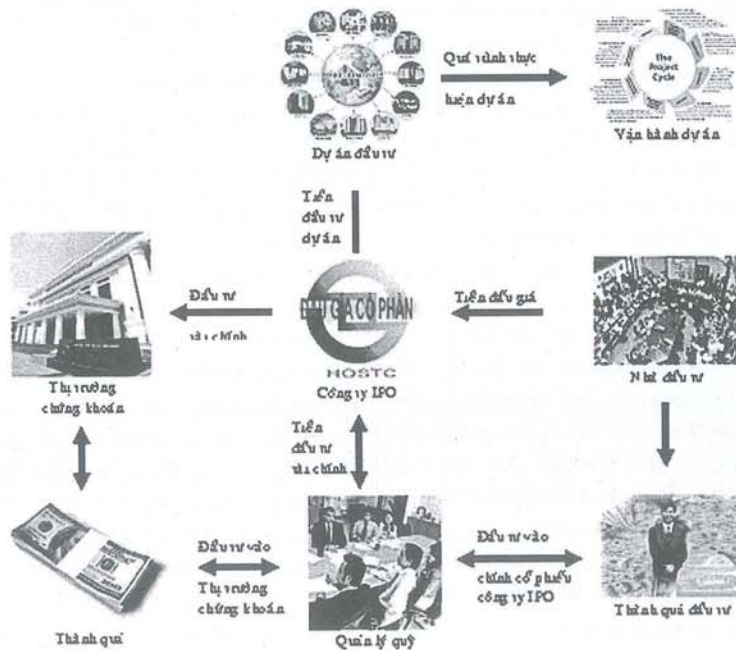
những thỏa thuận “ẩn” giữa công ty và nhà quản lý quỹ để kích với cổ phiếu của công ty lên cao. Sở dĩ phải nhờ đến các nhà quản lý quỹ là do quy định hiện nay không cho phép công ty tự đầu tư vào chính mình, nhưng không thể cấm các công ty quản lý quỹ dùng tiền của công ty để đầu tư vào chính công ty đó. Sự cấu kết này là vô cùng nguy hại cho sự bền vững của TTCK. Chính các công ty quản lý quỹ là những nhà đầu tư chuyên nghiệp và họ am hiểu hơn các nhà đầu tư khác, không những thế họ lại có ưu thế về vốn để thực hiện những chiến lược đầu tư mang lại hiệu quả cao. Còn những nhà đầu tư nhỏ lẻ là những người đến sau và họ chính là người tự nguyện “phân phối” lại túi tiền của mình cho các đại gia.

đầu tư trở lại vào TTCK thì cơ quan quản lý thị trường cần phải xem lại. Chẳng hạn, ngày 12.3.2007, HĐQT Công ty giấy Viễn Đông (VID) đã quyết định tăng vốn với mục đích đầu tư chứng khoán. Công ty đã phát hành đặc quyền chiết khấu cao với tỷ lệ 1:1 (một cổ phiếu cũ được quyền mua một cổ phiếu mới) với giá phát hành bằng mệnh giá. Như vậy công ty đã huy động gấp đôi vốn điều lệ để đổ vào TTCK. Nếu hầu hết các công ty cổ phần đều làm như thế thì TTCK sẽ phát triển như thế nào?

Một chiêu thức khác là các công ty phát hành đặc quyền chẳng những có chiết khấu cao mà giá phát hành còn cao hơn gấp nhiều lần so với mệnh giá để tạo ra thặng dư vốn. Thặng dư vốn còn được xem như là một môi nhử để kích giá cổ phiếu khi có thông tin công ty thưởng cổ phiếu cho các cổ đông. Một ngân hàng cổ phần lớn mới đây thông báo sẽ phát hành đặc quyền 2:1 với giá phát hành bằng 1,5 lần mệnh giá. Khoản thặng dư vốn (0,5 lần so với mệnh giá) sau đó sẽ được thưởng cho các cổ đông hiện hữu.

Vấn đề đặt ra là tại sao ngân hàng này lại không chuyển một đặc quyền như thế thành một đặc quyền 4:3 với giá phát hành bằng đúng mệnh giá, trong khi vẫn huy động một số vốn giống như dự kiến? Phải chăng nếu làm như thế thì ngân hàng làm gì có thặng dư vốn để thưởng cho cổ đông và do đó góp phần kích giá cổ phiếu lên cao?

Biết rằng cần phải khuyến khích để TTCK phát triển, nhưng nếu cơ quan quản lý thị trường cứ chấp nhận cho các công ty huy động vốn (phát hành đặc quyền với giá phát hành cao hơn mệnh giá) và đầu tư chứng trở lại TTCK, thay vì dùng vào các hoạt động sản xuất kinh doanh, không sớm thì muộn TTCK sẽ đổ vỡ. Phải chăng đã đến lúc chúng ta nên nghĩ đến thuế đánh trên các khoản lãi vốn (capital gain)? ■



vốn huy động, nên đã tạo ra lượng vốn quá dư thừa. Các công ty này sẽ sử dụng một phần lượng vốn thu được để đầu tư tài chính.

Đáng nguy hiểm là lượng vốn này lại được các công ty “nhờ” những công ty quản lý quỹ chuyên nghiệp thực hiện đầu tư trở lại cho mình. Thực tế cho thấy có thể đã có

Những chiêu kích giá tạo nên bong bóng chứng khoán

Hiện nay đang có một phong trào tăng vốn điều lệ bằng cách phát hành đặc quyền và các nhà đầu tư hiện đang rất háo hức đón chờ khai mùa đại hội cổ đông để hưởng trái ngọt. Huy động vốn là quyền của doanh nghiệp, nhưng nếu như để