

Cổ phiếu không quyền biểu quyết: Cổ phiếu mới hay NVDR

- Trong những ngày gần đây, thị trường trở nên sôi động với đề xuất của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) tăng tỷ lệ cổ phần tối đa cho khối ngoại thêm 10% đối với các doanh nghiệp nói chung và 51% đối với các công ty chứng khoán nói riêng thông qua cổ phiếu không có quyền biểu quyết. Loại hình cổ phiếu này đã được thực hiện ở Brazil, Philippines và Thái Lan theo hai phương thức khác nhau: phát hành cổ phiếu mới hoặc chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (NVDRs). Chúng tôi đi đến kết luận hình thức NVDR phù hợp với thị trường Việt Nam hơn.
- Theo quy định hiện hành, Quyết định 55/2009QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ, khối ngoại được sở hữu tối đa 49% công ty cổ phần đại chúng, chứng chỉ quỹ đầu tư đại chúng và công ty chứng khoán đại chúng; tại các ngân hàng, tỷ lệ tối đa là 30%. Mục đích của quyết định này là bảo hộ các công ty trước khả năng bị nước ngoài thôn tính, nhưng vì nhiều lý do đã hạn chế sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài.
- Không phải nhà đầu tư nào cũng muốn tham gia biểu quyết về hoạt động công ty. Ví dụ, các quỹ ETF và nhiều quỹ đầu tư chỉ nhắm đến mục đích tạo lợi nhuận từ biến động giá cổ phiếu. Nhưng đối với những thị trường quy mô nhỏ như Việt Nam, các nhà đầu tư này lại có ảnh hưởng lớn về thanh khoản và tạo tính liên tục cho giá thị trường
- So với cổ phiếu ưu đãi không có quyền biểu quyết của Brazil và Philippines, hình thức NVDR của Thái Lan có ba ưu điểm. Trước tiên, NVDR đơn giản hơn vì mỗi công ty sẽ chỉ có một mã duy nhất và một mức giá duy nhất đối với cổ phiếu có quyền biểu quyết lẫn cổ phiếu không có quyền biểu quyết. Thứ hai, NVDR linh hoạt hơn vì có thể được chuyển đổi ngược thành cổ phiếu thông thường nếu cần thiết và trong room cho phép dành cho khối ngoại. Thứ ba, NVDR thực hiện nhanh chóng hơn vì được phát hành theo nhu cầu người mua trong khi việc phát hành thêm cổ phiếu chỉ có thể thực hiện khi doanh nghiệp có nguyện vọng và được cổ đông chấp thuận.
- UBCKNN cho biết khả năng sẽ cho phép phát hành loại cổ phiếu mới trong Quý 1. Đại diện của UBCKNN cho biết việc mở rộng room khối ngoại thêm 10% có thể được thực hiện ngay trong Quý 1/2013 nhưng thị trường vẫn chưa có hướng dẫn về quy trình cụ thể. Vì vậy, một số nguồn trên thị trường cho rằng phát hành này đồng nghĩa với việc sẽ cho phép phát hành một loại cổ phiếu mới, trước mắt thông qua lựa chọn các công ty mà room khối ngoại đã đạt mức tối đa như VNM và FPT. Như đã giải thích trên đây, chúng tôi cho rằng NVDR là lựa chọn phù hợp hơn.
- Việc thực hiện trên thực tế có thể đòi hỏi sửa đổi Quyết định số 55. Tất nhiên cần có thời gian cũng như rất nhiều công sức để thu thập ý kiến của UBCKNN, các sàn GDCK, các công ty chứng khoán và các bộ ngành liên quan. Cuối cùng, cần có sự chấp thuận của Thủ tướng. Chúng tôi cho rằng có thể sẽ phải đợi đến nửa cuối năm 2013 nhưng ít nhất việc các cơ quan chức năng đang nỗ lực thực hiện là tin tức tích cực đối với các nhà đầu tư nước ngoài và thị trường chứng khoán Việt Nam.

Giới hạn room làm giảm sự tham gia của khối ngoại

Theo quy định hiện hành, Quyết định số 55/2009QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ, tỷ lệ sở hữu tối đa của khối ngoại là 49% đối với các công ty đại chúng, chứng chỉ quỹ đầu tư đại chúng và công ty chứng khoán đại chúng. Đối với các ngân hàng đã niêm yết cũng như chưa niêm yết, tỷ lệ này thấp hơn, tại mức 30%.

Theo luật chứng khoán Việt Nam, các công ty đại chúng được định nghĩa như sau: là các công ty đã thực hiện chào bán cổ phiếu ra công chúng, các công ty đã được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh hoặc Hà Nội, hoặc các công ty do trên 100 nhà đầu tư sở hữu (không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp) và có vốn điều lệ đã góp tối thiểu 10 tỷ đồng.

Mục đích của quyết định này là giúp các công ty không bị nước ngoài thâm tóm, nhưng việc giới hạn vì nhiều lý do đã khiến nhiều nhà đầu tư nước ngoài hạn chế tham gia vào thị trường.

- Nhìn từ góc độ phát hành lần đầu, luật hiện hành có một số vấn đề như sau:
 - (1) Đa số các công ty có vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam không thể niêm yết trên sàn chứng khoán do tỷ lệ sở hữu của khối ngoại ở mức cao.
 - (2) Các nhà đầu tư nước ngoài dự định tăng tỷ lệ cổ phần lên mức kiểm soát tại các công ty được niêm yết sẽ phải hủy niêm yết các công ty này trước. Đây là một rào cản lớn so với hình thức mua lại và sáp nhập với một công ty chưa niêm yết dù công ty chưa niêm yết có thể không hấp dẫn bằng.
 - (3) Một số công ty khi muốn huy động thêm vốn lại gặp khó khăn do tham gia của khối ngoại trong việc huy động vốn sẽ bị giới hạn, trong khi nhà đầu tư trong nước không đủ tiềm lực hoặc không muốn tham gia.
- Đối với giao dịch trên thị trường thứ cấp, quan sát thị trường chứng khoán cho thấy tỷ lệ sở hữu tối đa dành cho khối ngoại hiện nay cũng góp phần làm giảm thanh khoản của các mã có room khối ngoại đã hết. Các nhà đầu tư nước ngoài phải giao dịch các cổ phiếu này tại mức giá cao hơn hẳn, thường là thông qua hình thức thỏa thuận, làm giảm tính hiệu quả của thị trường.

Với các lý do trên, việc mở rộng room khối ngoại thông qua hình thức cổ phiếu không có quyền biểu quyết sẽ giúp nhà đầu tư trong nước giữ quyền kiểm soát, đồng thời cho phép khối ngoại tham gia tích cực hơn nữa. Câu hỏi đặt ra là các cổ phiếu không có quyền biểu quyết sẽ được quản lý như thế nào?

Phát hành cổ phiếu mới hay chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết

Có hai cách quản lý cổ phiếu không có quyền biểu quyết: phát hành một loại cổ phiếu mới hoặc chứng chỉ lưu ký. Chúng tôi đã tham khảo báo cáo Đánh giá khả năng tiếp cận thị trường toàn cầu của MSCI ban hành tháng 06/2012 để tìm hiểu về phương thức quản lý tại các thị trường mới nổi khác. Chúng tôi được biết cổ phiếu không có quyền biểu quyết được phân loại là cổ phiếu ưu đãi không có quyền biểu quyết tại Brazil và Philippines, và chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (NVDR) tại Thái Lan.

So sánh cổ phiếu không có quyền biểu quyết tại Brazil và Philippines và Thái Lan

	Brazil và Philippines	Thái Lan
Loại hình	Cổ phiếu ưu đãi không có quyền biểu quyết	Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết
Phát hành và quản lý	Công ty	Công ty Thai NVDR, công ty con 100% vốn sở hữu bởi Sở Giao dịch Chứng khoán Thái Lan
Ưu tiên chi trả cổ tức và trong trường hợp giải thể công ty	Có	Không
Tỷ lệ cổ tức so với cổ phiếu có quyền biểu quyết	Cao hơn	Bằng nhau
Tỷ lệ % tối đa trong tổng số cổ phiếu đang lưu hành	50%	25%
Giá cổ phiếu so với cổ phiếu có quyền biểu quyết	Thấp hơn (5% đến 20%)	Bằng nhau
Cơ chế giao dịch và biểu quyết	Giao dịch riêng như là một loại cổ phiếu khác Không tính cổ phiếu không có quyền biểu quyết	Giao dịch như cổ phiếu cùng loại. Công ty Thai NVDR phụ trách chuyển đổi giữa cổ phiếu có quyền và không có quyền biểu quyết nhằm đáp ứng quy định về room tối đa. Công ty Thai NVDR giữ quyền biểu quyết của các NVDR.

Nguồn: MSCI, các sở giao dịch chứng khoán và VCSC

Mô hình NVDR của Thái dương như phù hợp với thị trường Việt Nam hơn

Luận điểm cho kết luận này như sau. Một là, NVDR đơn giản hóa hệ thống giao dịch cũng như thuận tiện cho các nhà đầu tư do mỗi công ty sẽ chỉ có một mã cổ phiếu duy nhất, bất kể cổ phiếu có quyền biểu quyết hay không.

Hai là, NVDR cho phép chuyển đổi linh hoạt giữa tỷ lệ cổ phiếu có quyền và không có quyền biểu quyết, nghĩa là không bắt buộc phải có một số lượng cố định cổ phiếu không có quyền biểu quyết được phát hành và giao dịch riêng rẽ. Điều này sẽ giúp tăng cường tính thanh khoản cho NVDR so với việc niêm yết và giao dịch như một loại cổ phiếu riêng, vấn đề mà cổ phiếu không có quyền biểu quyết ở các nước như Philippines hiện đang đối mặt.

Ba là, có thể thay đổi room đối với cổ phiếu không có quyền biểu quyết dễ dàng bất cứ khi nào các cơ quan có thẩm quyền cảm thấy cần thiết trong trường hợp của NVDR nhưng rõ ràng không dễ dàng đối với hình thức phát hành cổ phiếu bổ sung không có quyền biểu quyết.

Về cơ bản, các nhà đầu tư nước ngoài tại Việt Nam sở hữu 10% cổ phiếu không có quyền biểu quyết sẽ trao đổi quyền biểu quyết của họ cho việc không phải chịu mức giá cao hơn khi mua các mã cổ phiếu khối ngoại ưa thích đã kín room. Chúng tôi cho rằng bằng chứng thực tế quan sát từ các thị trường khác là giá cổ phiếu không có quyền biểu quyết có mức chiết khấu 5% đến 20% và mức chênh lệch khối ngoại hiện phải trả để mua một số mã hết room nước ngoài tại Việt Nam là một dấu hiệu cho thấy việc trao đổi này có lẽ công bằng.

Đối với thị trường Việt Nam, nếu áp dụng mô hình NVDR nghĩa là đề nghị tăng room nước ngoài có thể thực hiện trong một khoảng thời gian tương đối ngắn và không cần phải phát hành thêm cổ phiếu. Thêm vào đó, phát hành cổ phiếu bổ sung là điều mà một số công ty có nhiều tiền mặt như Vinamilk có thể hoàn toàn không mong muốn tại thời điểm này.

Mô hình NVDR tất nhiên sẽ tạo thêm chi phí cho công ty quản lý thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, các chi phí này sau đó sẽ được chuyển lại cho các công ty niêm yết và các công ty môi giới chứng khoán. Đó không phải là một trở ngại lớn và việc tăng giá trị giao dịch toàn thị trường sẽ dễ dàng bù đắp lại.

Thêm bằng chứng hỗ trợ việc chỉ nên có một loại cổ phiếu duy nhất

Một nghiên cứu vào năm 2012 bởi Investor Responsibility Research Center Institute (IRRC) cho thấy rằng các công ty Mỹ không có nhiều loại cổ phiếu khác nhau về quyền biểu quyết tạo lợi nhuận cho cổ đông tốt hơn các công ty có nhiều loại cổ phiếu khác nhau về quyền biểu quyết trong khoảng thời gian 3 năm, 5 năm và 10 năm (tính tới tháng 08/2012) và thú vị là khoảng thời gian càng dài thì khác biệt càng rõ rệt hơn. Đồng thời, ngày càng nhiều các doanh nghiệp trên thế giới với cấu trúc nhiều loại cổ phiếu đang hợp nhất lại thành một. Lại thêm lý do để chúng tôi ủng hộ mô hình NVDR hơn là phát hành một loại cổ phiếu mới.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Tôn Minh Phương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

Tháp Tài Chính Bitexco, Lầu 15
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

Tòa nhà Vinatex-Tài Nguyên, Lầu 3
10 Nguyễn Huệ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám Đốc

Robert Zielinski, ext 145
robert.zielinski@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Phó Giám Đốc, Vũ Thanh Tú, ext 105
Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146
CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140
CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139
CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143
Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147
Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130
Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116
CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120
CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.