

Tiêu chuẩn định lượng đối với cổ phiếu niêm yết trên sàn HOSE

Những vấn đề còn tồn tại

ThS. BÙI ĐỨC NHÃ

Một cổ phiếu muốn được niêm yết trên sàn giao dịch thì phải hội đủ tất cả các tiêu chuẩn niêm yết (TCNY). Việc quy định TCNY cho cổ phiếu nhằm mục đích: Hỗ trợ thị trường hoạt động ổn định, tạo niềm tin cho công chúng đầu tư vào chứng khoán có chất lượng được giao dịch trên thị trường, khuyến khích các công ty hoạt động hiệu quả đưa cổ phiếu lên niêm yết tại sàn giao dịch. Để đạt được những mục đích nêu trên, mỗi thị trường chứng khoán (TTCK) đã xây dựng cho riêng mình một hệ thống TCNY phù hợp với đặc thù và trình độ phát triển của nền kinh tế.

Từ ngày 15/09/2012, TCNY đối với các cổ phiếu trên sàn HOSE thực hiện theo Nghị định số 14/2007/NĐ-CP đã được thay thế bằng các tiêu chuẩn mới theo quy định tại Nghị định số 58/2012/NĐ-CP, cụ thể như sau:

Bảng 1. Tiêu chuẩn định lượng đối với cổ phiếu niêm yết tại HOSE

Tiêu chuẩn định lượng	Nghị định 14	Nghị định 58
Vốn điều lệ thực góp	80 tỷ VND	120 tỷ VND
Thời gian	Không quy định	ít nhất 2 năm hoạt động dưới hình thức CTCP tính đến thời điểm niêm yết
Lãi/lỗ	- Có lãi 2 năm liên tiếp trước năm niêm yết - Không lỗ lũy kế tại năm niêm yết	Không thay đổi so với Nghị định 14
Nợ	- Không có các khoản nợ quá hạn chưa được dự phòng	- Không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên 01 năm
ROE	Không quy định	>=5%
Cơ cấu cổ đông	20% cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty do ít nhất 100 cổ đông nắm giữ.	20% cổ phiếu có quyền biểu quyết do ít nhất 300 cổ đông không phải cổ đông lớn nắm giữ
Ràng buộc đối với cổ đông là thành viên hội đồng quản trị và ban điều hành	- Cam kết nắm giữ 100% số cổ phiếu trong thời gian 6 tháng kể từ ngày niêm yết và 50% số cổ phiếu này trong thời gian 6 tháng tiếp theo. - Công khai mọi khoản nợ đối với công ty của các đối tượng này và những người có liên quan	Không thay đổi so với Nghị định 14



Việc sửa đổi và bổ sung các TCNY nhằm mục đích nâng cao chất lượng cổ phiếu được giao dịch trên TTCK, từ đó thúc đẩy thị trường hoạt động ngày càng hiệu quả hơn.

Việc sửa đổi và bổ sung các TCNY nhằm mục đích nâng cao chất lượng cổ phiếu được giao dịch trên TTCK, từ đó thúc đẩy thị trường hoạt động ngày càng hiệu quả hơn. Để có góc nhìn toàn diện hơn về các TCNY cổ phiếu trên sàn HOSE, bài viết phân tích và so sánh các tiêu chuẩn này với các chỉ tiêu tài chính định lượng của cổ phiếu niêm yết tại sàn giao dịch chứng khoán Thái Lan và Singapore nhằm tìm ra những vấn đề chưa hợp lý trong các TCNY của sàn HOSE và đưa ra một số ý kiến thảo luận và khuyến nghị về vấn đề này.

1. Tiêu chuẩn tài chính định lượng đối với cổ phiếu niêm yết tại TTCK Singapore và Thái Lan

Mỗi thị trường có thể đưa ra các chỉ tiêu tài chính định lượng khác nhau, các chỉ tiêu định lượng này tùy thuộc vào mức độ phát triển của thị trường và chất lượng các cổ phiếu trên thị trường.

Tại SET, các chỉ tiêu tài chính định lượng đối với cổ phiếu niêm yết được quy định như sau:

Bảng 2. Chỉ tiêu tài chính định lượng đối với cổ phiếu niêm yết tại SET

Tiêu chuẩn tài chính định lượng	Triệu THB	Tỷ VND
Vốn cổ phần thường thực góp	300	208,65
Vốn chủ sở hữu	300	208,65
Lợi nhuận lũy kế 2 hoặc 3 năm	50	34,77
Lợi nhuận ròng cho năm tài chính gần nhất (tròn năm)	30	20,865

(Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Thái Lan (SET) và tổng hợp của tác giả)

Tại SGX, các chỉ tiêu tài chính định lượng đối với cổ phiếu niêm yết được quy định như sau:

Bảng 3. Chỉ tiêu tài chính định lượng đối với cổ phiếu niêm yết tại SGX

STT	Tiêu chuẩn định lượng	Đơn vị tính	
		Triệu SGD	Tỷ VND
Chỉ tiêu tài chính & thời gian hoạt động Đáp ứng một trong 3 điều kiện dưới đây:			
Điều kiện 1			
	Lợi nhuận trước thuế năm tài chính gần nhất (tròn năm)	30	517,55
	Thời gian hoạt động ít nhất 3 năm		
Điều kiện 2			
1	Lợi nhuận trước thuế năm tài chính gần nhất (tròn năm)	>0	
	Mức vốn hóa thị trường	150	2.587,74
	Thời gian hoạt động ít nhất 3 năm		
Điều kiện 3 (*)			
	Doanh thu năm tài chính gần nhất (tròn năm)	300	5.175,47
	Mức vốn hóa thị trường	300	5.175,47
	Thời gian hoạt động ít nhất 1 năm		
Cơ cấu cổ đông			
2	Ít nhất 25% số cổ phiếu do 500 cổ đông nắm giữ (12-20% đối với trường hợp vốn hóa >= 300 triệu SGD)		

(Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Singapore (SGX) và tổng hợp của tác giả)

(*) Điều kiện thứ 3 được áp dụng từ ngày 10/08/2012, không xét đến chỉ tiêu lợi nhuận mà chỉ đưa ra hai chỉ tiêu: doanh thu và mức vốn hóa thị trường.

Từ bảng 2 và 3, tác giả rút ra các nhận xét sau:

- Cả hai sàn SGX và SET đều có các chỉ tiêu định lượng quy định đối với cổ phiếu niêm yết là các con số tuyệt đối, không có chỉ tiêu tương đối.

- Cả hai sàn đều ràng buộc về quy mô vốn thực góp, vốn hóa thị trường, lợi nhuận (hoặc doanh thu) năm gần nhất - yếu tố quan trọng khẳng định năng lực tài chính của công ty niêm yết và sự kỳ vọng của công chúng đầu tư đối với cổ phiếu niêm yết.

- Cả hai sàn đều ràng buộc về thời gian hoạt động tối thiểu (tại SET không quy định riêng biệt về thời gian nhưng điều kiện về lợi nhuận lũy kế đã đồng thời bao gồm yếu tố thời gian hoạt động). Điều kiện này khẳng định công ty đã có quá trình hoạt động hiệu quả dưới hình thức công ty cổ phần

- So với SET, SGX ràng buộc chặt chẽ hơn về cơ cấu cổ đông nhằm bảo vệ quyền lợi cho các cổ đông nhỏ, ngăn chặn tình trạng lợi ích tập trung vào một vài nhóm cổ đông lớn.

- Riêng đối với SGX, công ty nào chọn nhóm điều kiện ràng buộc 3 không có về chỉ tiêu lợi nhuận, thời gian hoạt động tối thiểu cũng chỉ yêu cầu 01 năm. Điều kiện này là cơ hội cho các công ty dù chỉ mới thành lập nhưng đã có doanh thu cao (thể hiện quy mô thị trường tiêu thụ) và mức vốn hóa cao (thể hiện sự đánh giá cao của nhà đầu tư về triển vọng phát triển của công ty trong tương lai).

2. Nhận xét về các TCNY tại HOSE

So sánh các TCNY cổ phiếu tại HOSE (Bảng 1) và tại SET, SGX (Bảng 2&3), tác giả cho rằng Bộ Tài chính đã xây dựng hệ thống chỉ tiêu tài chính định lượng đối với cổ phiếu tương đối chặt chẽ và phù hợp với quy định tại các nước phát triển trong khu vực. Tuy nhiên, SGX và SET không ràng buộc tỷ lệ ROE như sàn HOSE. Theo tác giả, ngưỡng ROE tối thiểu 5% sẽ hạn

chế các công ty có sử dụng đòn bẩy tài chính đưa cổ phiếu lên niêm yết trên sàn giao dịch trong điều kiện kinh tế khó khăn; còn trong điều kiện kinh tế phát triển thì chỉ tiêu này lại không phát huy tác dụng. Khi nền kinh tế gặp khó khăn, lợi nhuận sau thuế sẽ thấp hoặc âm làm cho ROE của các công ty rất thấp; trong khi đó, khi nền kinh tế phát triển các công ty hoạt động kinh doanh hiệu quả thì ROE sẽ dễ dàng đạt mức cao thông qua việc sử dụng đòn bẩy. Để chứng minh nhận định này, tác giả đưa ra tình huống giả định như sau:

Giả định có hai công ty A và B với các thông tin trong bảng 4:

Bảng 4. Các chỉ tiêu tài chính của hai công ty A và B (Đơn vị tính: triệu VND)

STT	Chỉ tiêu	Công ty A	Công ty B
01	Tổng nợ	0	30.000
02	Vốn chủ sở hữu	150.000	120.000
02a	- Vốn điều lệ	120.000	120.000
02b	- Các quỹ	30.000	0
03	Tổng tài sản	150.000	150.000
04	Doanh thu thuần	500.000	500.000
05	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	7.500	7.500
06	Lãi vay (lãi suất vay 5%)	0	1.500
07	Lợi nhuận sau thuế (LNST)	7.500	6.000
08	Tỷ suất LNST trên vốn chủ sở hữu (ROE)	5,00%	5,00%

(Nguồn: Số liệu tác giả giả định và tính toán)

Công ty A không sử dụng nợ vay mà sử dụng các quỹ để tài trợ cho các tài sản (30 tỷ đồng), trong khi công ty B không có các quỹ và sử dụng nợ vay với lãi vay 5%/năm (đòn bẩy tài chính) thì chỉ tiêu ROE của hai công ty bằng nhau, dù lợi nhuận sau thuế của hai công ty không bằng nhau.

Bây giờ, ta đưa ra hai tình huống giả định với điều kiện cố định các chỉ tiêu (từ 01 đến 05) của bảng 4 và cho lãi vay thay đổi thì các chỉ tiêu (từ 06 đến 08) sẽ thay đổi (Xem bảng 5)

Tình huống 1: Khi lãi suất vay thấp hơn 5% thì ROE của công ty A không đổi, ROE của công ty B cao hơn 5%. Cả hai công ty đạt chỉ tiêu niêm yết cổ phiếu ở mức tối thiểu.

Tình huống 2: Khi lãi suất vay cao hơn 5% thì ROE của công ty A vẫn không đổi còn ROE của công ty B sẽ thấp hơn 5%. Như vậy, Công ty A đạt chỉ tiêu niêm yết cổ phiếu, còn công ty B thì không.

Bảng 5. Phân tích sự biến động của ROE khi lãi vay thay đổi

	Lãi suất vay	ROE công ty A	ROE công ty B
Tình huống 1	4,00%	5,0%	5,3%
	4,50%	5,0%	5,1%
	5,00%	5,0%	5,0%
Tình huống 2	5,50%	5,0%	4,9%
	6,00%	5,0%	4,8%

(Nguồn: Tác giả tính toán)

Trong thực tế, tất cả các công ty cổ phần hoạt động đều có sử dụng đòn bẩy tài chính để gia tăng khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu. Phương trình Dupont:

Khẳng định trên lại càng đúng trong điều kiện chi phí sử dụng vốn của các công ty tại Việt Nam cao hơn 5%:

Bảng 5. Lãi suất cho vay của Việt Nam và các quốc gia Đông Nam Á (Đơn vị tính: %)

Quốc gia	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Việt Nam	9.48	9.72	11.03	11.18	11.18	15.78	10.07	13.14	16.95
Singapore	5.31	5.30	5.30	5.31	5.33	5.38	5.38	5.38	5.38
Thái Lan	5.94	5.50	5.79	7.35	7.05	7.04	5.96	5.94	6.91
Malaysia	6.30	6.05	5.95	6.49	6.41	6.08	5.08	5.00	4.92
Philippin	9.47	10.08	10.18	9.78	8.69	8.75	8.57	7.67	6.66

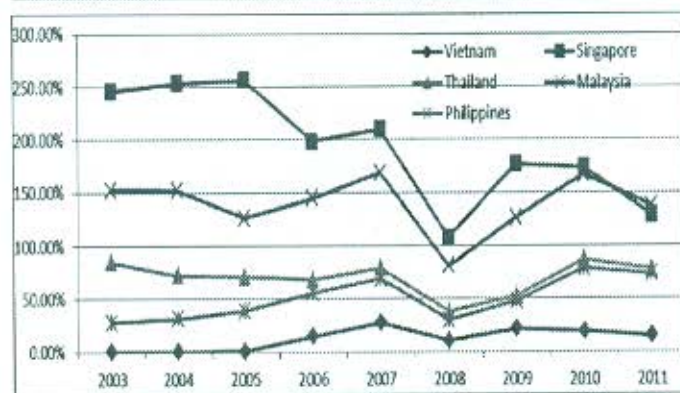
(Nguồn: Ngân hàng Thế giới (WB))

Như vậy, lãi suất cho vay ở Việt Nam luôn cao hơn 5% và từ đó tình huống 1 không thể xảy ra (các công ty không thể vay nợ với lãi suất dưới 5%) mà chỉ có tình huống 2 xảy ra. Hay nói theo cách khác, với cùng một mức lợi nhuận trước thuế và lãi vay thì công ty sử dụng đòn bẩy (vay nợ với lãi suất lớn 5%) sẽ không đủ điều kiện niêm yết, còn công ty không sử dụng nợ vay thì đủ. Điều này không phù hợp với thực tế là hầu như tất cả các công ty cổ phần đều sử dụng đòn bẩy tài chính, bởi khi sử dụng đòn bẩy, chi phí sử dụng vốn thường thấp hơn so với không sử dụng (lận dụng tầm chắn thuế từ lãi vay).

3. Một số khuyến nghị

Tỷ lệ vốn hóa thị trường trên GDP của Việt Nam thấp nhất so với các nước trong khu vực Đông Nam Á (xem hình 1). Điều này có thể chứng tỏ Việt Nam có rất nhiều tiềm năng gia tăng mức vốn hóa trên thị trường, khuyến khích các công ty sản xuất kinh doanh có hiệu quả hoặc có tiềm năng trong tương lai phát triển mạnh dạn đưa cổ phiếu niêm yết trên HOSE.

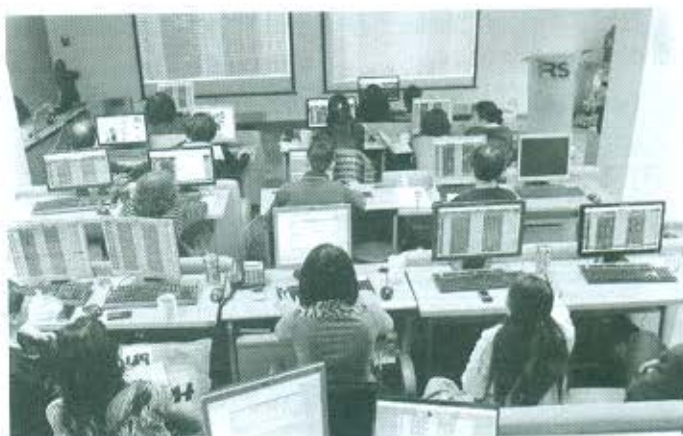
Hình 1. Tỷ lệ vốn hóa thị trường trên GDP của các nước khu vực Đông Nam Á



(Nguồn: Ngân hàng Thế giới (WB))

Để khuyến khích các công ty kinh doanh hiệu quả (hoặc có tiềm năng phát triển) niêm yết cổ phiếu, đồng thời cũng hạn chế những công ty hoạt động kém hiệu quả lợi dụng việc niêm yết cổ phiếu huy động vốn làm thiệt hại nhà đầu tư, tác giả đề xuất một số khuyến nghị:

Thứ nhất, các chỉ số kinh tế vĩ mô ở Việt Nam thường biến động mạnh và có tác động lớn đến hiệu quả sản xuất kinh doanh của công ty. Việc đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty phải có tầm nhìn dài hạn, không nên chỉ dựa vào chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế và ROE để đưa ra điều kiện niêm yết. Theo tác giả, có



thể đưa ra các điều kiện về doanh thu và mức vốn hóa trên thị trường mà không cần đến chỉ tiêu lợi nhuận đối với những công ty chứng tỏ được tiềm năng phát triển (như điều kiện 3 của SGX). Doanh thu cao thể hiện công ty hoạt động hiệu quả về mặt thị trường tiêu thụ và mức vốn hóa cao tức là được các nhà đầu tư đánh giá cao về hiệu quả kinh doanh trong tương lai.

Thứ hai, chỉ tiêu ROE là chỉ tiêu thể hiện số liệu tương đối, khi đưa ra giới hạn tối thiểu phải xét đến yếu tố lạm phát và lãi vay của Việt Nam trong mỗi thời kỳ, nếu không nó sẽ không phát huy tác dụng tích cực đối với sự phát triển của thị trường và vô hình chung cản trở các công ty có tiềm năng phát triển chỉ vì lý do sử dụng đòn bẩy tài chính.

Thứ ba, chỉ tiêu lợi nhuận là một trong những chỉ tiêu công ty có thể dùng các thủ thuật kế toán để nâng cao lợi nhuận hoặc chuyển từ lỗ sang lãi. Và khi chỉ tiêu lợi nhuận này thay đổi sẽ tác động đến chỉ tiêu ROE. Do đó, để ngăn chặn các thủ thuật này, Bộ Tài chính có thể đưa ra các quy định để hạn chế. Chẳng hạn, trong năm tài chính gần thời điểm niêm yết (tròn năm), không cho phép công ty thay đổi chính sách kế toán (thay đổi phương pháp khấu hao, phương pháp xuất kho, phương pháp ghi nhận doanh thu, chi phí, ...) theo hướng làm tăng lợi nhuận của công ty. Đối với khoản lợi nhuận khác thường từ việc bán các mặt hàng đặc biệt (phát sinh trong năm tài chính gần thời điểm niêm yết) nên được loại trừ ra khỏi lợi nhuận.

Thứ tư, một số công ty sẽ có ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp, do đó, khi đánh giá chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế khó có thể so sánh được với công ty không được ưu đãi. Như vậy, Bộ Tài chính có thể xem xét thay thế chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế bằng lợi nhuận trước thuế.

Tài liệu tham khảo:

1. PGS, TS Trần Ngọc Thọ, 2007, Tài chính doanh nghiệp hiện đại, NXB Thống kê
2. Tổng cục thống kê (2010), Niên giám thống kê (2011)
3. Các website: Tổng cục thống kê, Ngân hàng Nhà nước, Quy định về thể thức, Sở giao dịch chứng khoán Tp.HCM (HOSE), Sở giao dịch chứng khoán Singapore, Sở giao dịch chứng khoán Thái Lan, Ngân hàng ngoại thương Việt Nam
4. Chính phủ, 2007, Nghị định số 14/2007/NĐ-CP Quy định chi tiết thi hành một số điều luật của chứng khoán
5. Chính phủ, 2010, Nghị định số 84/2010/NĐ-CP Sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ngày 19/01/2007/NĐ-CP của Chính Phủ Quy định chi tiết thi hành một số điều luật của chứng khoán
6. Chính phủ, 2012, Nghị định số 55/2012/NĐ-CP Quy định chi tiết và hướng dẫn một số điều của Luật chứng khoán và Luật sửa đổi bổ sung một số điều của Luật chứng khoán