

28/02/2009

HUỶNH THẾ DU  
JAY ROSENGARD

## CỔ PHẦN HÓA VIETCOMBANK

### Yêu cầu chuẩn bị:

Giả sử anh/chị được giao trọng trách quyết định mức giá khởi điểm (IPO), trong giới hạn không quá 500 chữ (đếm trên Microsoft Word), anh/chị hãy đưa ra con số và các lập luận của mình về con số này.

### Cổ phần hóa Vietcombank

Cuối cùng, Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank hay VCB) cũng được cổ phần hóa và chuyển thành mô hình công ty cổ phần sau 4 năm với nhiều lần trì hoãn và tranh luận. Cho đến nay thì đây là đợt IPO lớn nhất Việt Nam. Ngân hàng này nhận được lượng tiền khổng lồ hơn 600 triệu đô-la, và trở thành doanh nghiệp đại chúng lớn nhất xét theo mức vốn hóa thị trường với giá trị khoản 10 tỉ đô-la cho 1,5 tỉ cổ phiếu ở mức giá IPO.

Tuy nhiên, ngân hàng vẫn do dự khi nói mình thành công vì sau một năm, con đường phía trước vẫn mơ hồ. Vẫn chưa có câu trả lời cho những câu hỏi quan trọng như khi nào cổ phiếu lên sàn, ai sẽ là nhà đầu tư chiến lược của ngân hàng, chiến lược dài hạn là gì và v.v. trong khi giá cổ phiếu đã giảm đi hơn 2/3, mức vốn hóa thị trường giảm ¼ và không có thay đổi gì vì nhà nước vẫn còn sở hữu hơn 90% ngân hàng.

Thật ra có những điều kiện tiên quyết để cổ phần hóa VCB thành công, đó là (1) ngân hàng được xem là DNNN hiệu quả nhất và thuộc những ngân hàng thương mại tốt nhất Việt Nam, (2) có được sự hỗ trợ, quyết tâm cao và đoàn kết của các cấp lãnh đạo, và (3) việc cổ phần hóa diễn ra vào thời kỳ nóng nhất của thị trường chứng khoán, nhưng kết quả lại kém xa mức kỳ vọng và có nhiều điều mà VCB phải làm để trở thành một ngân hàng thương mại thật sự.

Những lý do nào đã tạo ra tình huống này và hàm ý của nó đối với các nhà hoạch định chính sách và quản lý doanh nghiệp là gì để thực hiện thành công và tránh sai lầm cho những trường hợp sau này, đặc biệt là với các DNNN lớn đã được đưa vào danh sách cổ phần hóa giai đoạn đến 2010 và xa hơn?

### Cổ phần hóa ở Việt Nam

Cổ phần hóa là thước đo cải cách DNNN, có thể diễn ra theo một trong bốn hình thức sau: (1) giữ nguyên cổ phần của nhà nước và phát hành cổ phần mới; (2) bán một phần cổ phần của nhà nước; (3) tách ra và bán một hay nhiều phần của DNNN; và (4) bán hết cổ phần nhà nước cho nhân viên và cổ đông tư nhân (phương pháp này được áp dụng phổ biến cho các DNNN thua lỗ). Nếu so với định nghĩa được thừa nhận rộng rãi về tư nhân hóa, là phương tiện chuyển quyền sở hữu và kiểm soát từ

---

Tình huống này do Huỳnh Thế Du và Jay Rosengard biên soạn. Các nghiên cứu tình huống của Chương trình Giảng dạy Fulbright được sử dụng làm tài liệu cho thảo luận trên lớp học, chứ không phải để đưa ra khuyến nghị chính sách.

Biên dịch: Nguyễn Quý Tâm

Bản quyền © 2009 Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright

nhà nước sang cổ đông tư nhân, thì không có sự khác biệt lớn giữa cổ phần hóa của Việt Nam và tư nhân hóa.

Những mục tiêu và yêu cầu chuyển đổi công ty sở hữu nhà nước thành công ty cổ phần (được nói đến như *cổ phần hóa*) sẽ là: (1) chuyển đổi những công ty nhà nước mà Nhà nước không nhất thiết tiếp tục sở hữu 100% vốn điều lệ, thành các công ty cổ phần với nhiều chủ sở hữu; huy động vốn từ các cá nhân trong và ngoài nước, tổ chức kinh tế, và tổ chức xã hội với mục đích gia tăng năng lực tài chính và đổi mới công nghệ, phương pháp quản lý nhằm nâng cao hiệu quả và tính cạnh tranh của nền kinh tế; (2) Nhằm đảm bảo sự hòa hợp giữa lợi ích của nhà nước, doanh nghiệp, nhà đầu tư và nhân viên của công ty; (3) Nhằm đảm bảo sự thông tin công khai và minh bạch dựa trên nguyên tắc thị trường; khắc phục tình trạng cổ phần hóa diễn ra ngấm ản trong nội bộ doanh nghiệp; và đảm bảo sự phát triển doanh nghiệp phải song hành với sự phát triển thị trường vốn và thị trường chứng khoán.<sup>1</sup>

Đợt cải cách DNNN thứ nhất bắt đầu năm 1989. Các biện pháp cải cách ban đầu chủ yếu giải quyết các doanh nghiệp thua lỗ và sắp xếp lại những doanh nghiệp khác thông qua sáp nhập và hợp nhất. Số lượng DNNN giảm từ 12.300 cuối thập niên 1980 xuống còn 6.500 năm 1992. Năm 1992, chính phủ quyết định thí điểm cổ phần hóa như là một phần trong cải cách doanh nghiệp nhà nước. Tuy nhiên, các đợt cổ phần hóa quan trọng phải đến giữa năm 1998 mới được thực hiện. Từ đó, hơn 2000 DNNN đã được cổ phần hóa, đưa tỉ trọng GDP của khu vực nhà nước từ 42% đầu thập niên 1990 xuống còn 39% năm 2003. Việc làm trong khu vực công nghiệp nhà nước giảm từ 2,5 triệu 1990 xuống còn 1,6 triệu năm 2000. Hiện không có thống kê việc làm tạo ra từ những doanh nghiệp mới cổ phần hóa này, nhưng một khảo sát gần đây cho thấy cổ phần hóa đã huy động được 0,8 tỉ đô-la từ các nhà đầu tư nội địa.<sup>2</sup> Đến tháng 4/2008, có 5.366 DNNN được sắp xếp lại, trong đó, 3.756 được cổ phần hóa. Kết quả kinh doanh của 850 doanh nghiệp cổ phần hóa cho thấy hiệu quả và qui mô của doanh nghiệp đã tăng đáng kể. Vốn điều lệ tăng 44%; doanh thu tăng 23,6%; lợi nhuận tăng 139,76%. Đặc biệt 90% doanh nghiệp cổ phần hóa đã có lợi nhuận; năng suất lao động tăng 63,9%; thu nhập lao động tăng 12% và số lao động tăng 6,6%.<sup>3</sup>

Thực tế, có rất nhiều vấn đề xảy ra khi cải cách doanh nghiệp nhà nước cũng như cải cách hệ thống tài chính ở Việt Nam. Đặc biệt, những yếu kém và trục trặc của chương trình cổ phần hóa ở Việt Nam đã lộ rõ khi thị trường chứng khoán bùng nổ và đổ vỡ. Theo kế hoạch được chấp thuận thì trong giai đoạn 2007-2010 sẽ sắp xếp 1.553 DNNN. Trong đó 950 doanh nghiệp sẽ được cổ phần hóa. Tuy nhiên, chỉ có 271 doanh nghiệp được tái sắp xếp và 150 được cổ phần hóa, trong đó 21% kế hoạch.

Mục tiêu đến 2010 là chỉ có 554 doanh nghiệp thuộc sở hữu 100% của nhà nước. Trong đó có 26 tập đoàn kinh tế; 187 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực an ninh quốc phòng và tiện ích cơ bản; 200 nông trường và 150 chi nhánh của tập đoàn và tổng công ty.

### Cổ phần hóa Vietcombank

Vietcombank là một trong 5 ngân hàng thương mại nhà nước (SOCB), được thành lập năm 1962 chuyên về ngoại thương, sau đó chuyển thành ngân hàng thương mại đầu năm 1990. Vietcombank đã có vai trò lớn trong hoạt động ngoại thương trong nhiều thập niên. Nhờ vị thế và khả năng nắm bắt cơ hội, ngân hàng đã nổi lên thành ngân hàng tốt nhất ở Việt Nam sau khi đối mặt với các vụ bê bối kinh tế như Minh Phụng-Epco hay Tamexco vào giữa và cuối thập niên 90. Tuy nhiên, là doanh nghiệp nhà nước nên những vấn đề vốn có vẫn tồn tại trong ngân hàng và sẽ không được giải quyết thấu đáo nếu không có sự chuyển đổi hay cải cách thật sự. Những vấn đề này không chỉ gây tác động tiêu cực cho ngân hàng mà còn cho cả hệ thống ngân hàng Việt Nam.

<sup>1</sup> Xem điều 16 Nghị định 187, 2004

<sup>2</sup> Xem Tu Anh (2005), "Vietnam- The Long March to Equitization

<sup>3</sup> Xem "Cổ phần hóa DNNN: Đầu xuôi, đuôi chưa lọt" <http://www.tgvn.com.vn/Story/vn/home/baichu/2008/4/1142.html>

Nhằm giải quyết những yếu kém của hệ thống ngân hàng, gồm các ngân hàng thương mại nhà nước, Việt Nam đã quyết định cải cách khu vực ngân hàng, trong đó cổ phần hóa ngân hàng thương mại nhà nước là một trong những ưu tiên hàng đầu. Để đảm bảo thành công cho công cuộc cổ phần hóa các doanh nghiệp trong những lĩnh vực nhạy cảm và các doanh nghiệp lớn của nhà nước, VCB đã được chọn làm thí điểm.

Mục tiêu cổ phần hóa VCB nói riêng và ngân hàng thương mại nhà nước nói chung là (1) nâng cao năng lực quản lý và quản trị, hiện đại hóa công nghệ ngân hàng để hoạt động hiệu quả hơn và tận dụng nguồn vốn tốt hơn; (2) cải thiện năng lực tài chính trong vận hành và phát triển của ngân hàng; (3) cải thiện tính cạnh tranh của ngân hàng để hội nhập quốc tế; (4) định vị ngân hàng để trở thành một trong những đơn vị then chốt trong ngành ngân hàng của Việt Nam.

### **Diễn tiến**

Cổ phần hóa VCB có ý nghĩa quan trọng đối với Việt Nam. Nó vừa là thử nghiệm cổ phần hóa DNNN lớn vừa là cải cách sâu sắc hệ thống tài chính, đặc biệt là các ngân hàng thương mại nhà nước. Nếu thành công, thì đây sẽ là chất xúc tác thúc đẩy quá trình cổ phần hóa và cải cách hệ thống ngân hàng, còn không nó sẽ kéo toàn bộ quá trình này chậm lại. Do tầm quan trọng của vấn đề nên không chỉ VCB mà cả Ngân hàng Nhà nước và chính phủ cũng rất quan tâm đến sự kiện này. Quan điểm chính vẫn là tích cực nhưng thận trọng, được thể hiện thông qua một loạt hoạt động và quyết định ở cả ba cấp, chính phủ, NHNN và VCB trong hơn bốn năm. Trong đó có ba quyết định quan trọng liên quan đến việc cổ phần hóa VCB do chính Thủ tướng Chính phủ đưa ra trong ba tháng 9 liên tiếp, chứng minh tầm quan trọng của sự kiện này.<sup>4</sup>

Điểm lại những gì đã diễn ra trong bốn năm qua, quá trình cổ phần hóa của VCB có thể được chia thành 3 giai đoạn: chuẩn bị, IPO và hậu IPO (xem hình 1).

### **Giai đoạn chuẩn bị**

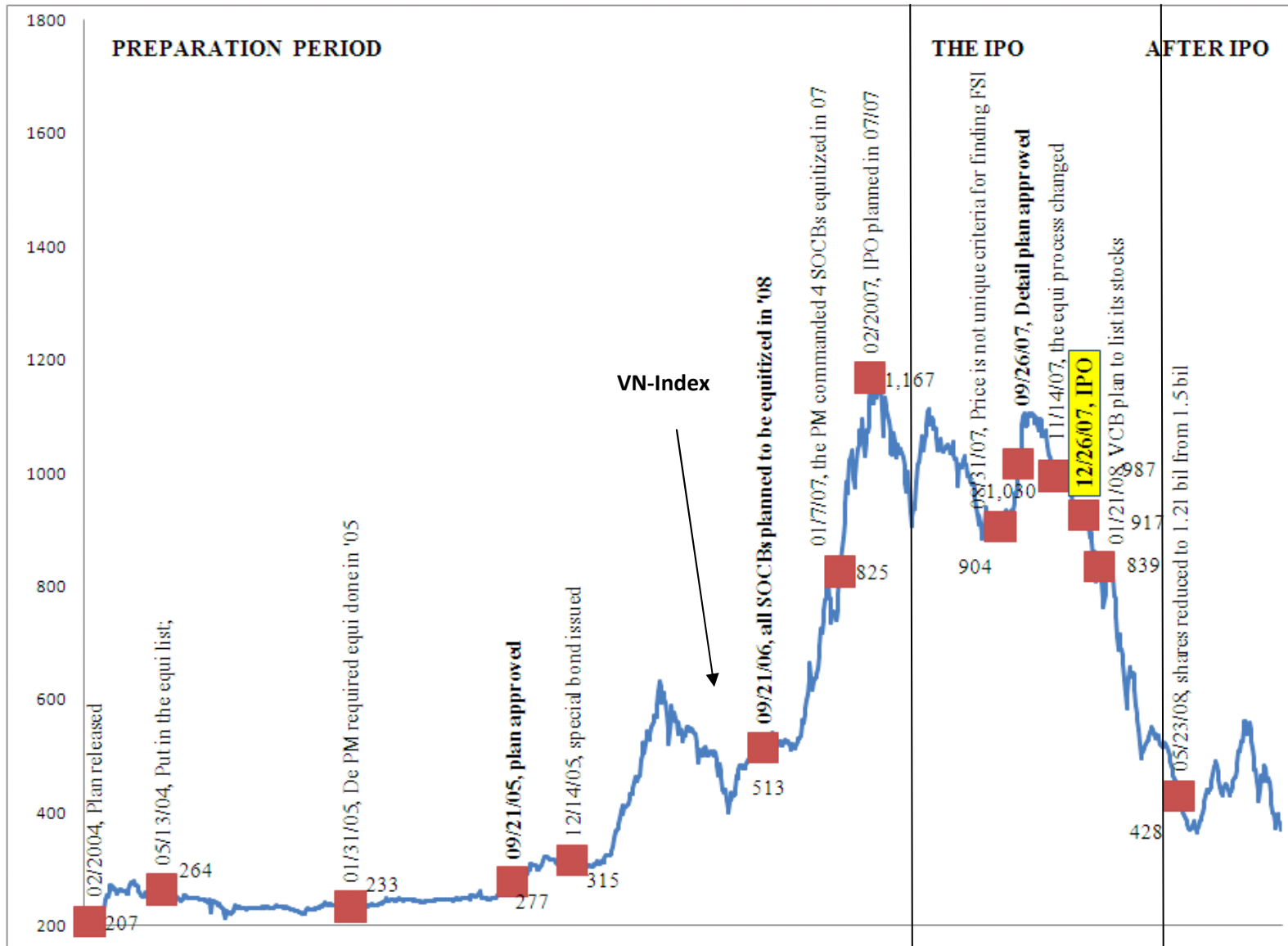
Kéo dài 3 năm bắt đầu vào tháng 2/2004 khi kế hoạch cổ phần hóa được công bố và kết thúc vào tháng 2/2007 khi công ty tư vấn được chọn, công tác chuẩn bị chậm đi và kế hoạch thường xuyên thay đổi. Điều này cho thấy sự lúng túng trong việc triển khai thí điểm và sự mâu thuẫn giữa quan điểm tích cực và thận trọng đối với một sự kiện vừa nhạy cảm vừa phức tạp như thế này.

Những người được ủy quyền muốn cổ phần hóa diễn ra nhanh chóng. Ít nhất ba lần, thống đốc NHNN và TGD VCB đã tuyên bố kế hoạch sẽ sớm được thực hiện. Đặc biệt, trong cuộc họp với VCB tháng 1/2005, Phó Thủ tướng thường trực đã chỉ đạo, việc cổ phần hóa DN lớn nhất của nhà nước sẽ được triển khai thí điểm ngay trong năm 2005, ông nói "*Chúng ta không cần lập ban chỉ đạo cổ phần hóa VCB, tôi sẽ trực tiếp chỉ đạo việc này. VCB cần trình ngay phương án cổ phần hóa trong quý I*".<sup>5</sup> Tiến trình sau đó diễn ra khá chậm, khiến VCB bị Thủ tướng phê bình. Những hành động và quyết định trên cho thấy các cấp lãnh đạo thật sự muốn sớm thực hiện vụ việc này.

<sup>4</sup> 09/2005, quyết định thí điểm cổ phần hóa Vietcombank, 09/2006, quyết định cổ phần hóa tất cả ngân hàng thương mại nhà nước và quyết định kế hoạch cổ phần hóa chi tiết tháng 09/2007, cho thấy tầm quan trọng của sự kiện này.

<sup>5</sup> <http://vietnamnet.vn/kinhte/2005/02/371796/>

Hình 1: Quá trình cổ phần hóa VCB



Tuy nhiên sự lúng túng và cản trở thể hiện rõ khi kế hoạch bị thay đổi thường xuyên kèm theo nhiều tranh luận. Thứ nhất, theo lộ trình ban đầu, VCB sẽ phát hành 2-2,5 ngàn tỉ VND cổ phiếu ưu đãi để tăng vốn điều lệ trước. Lượng tiền này bằng 1/3 vốn điều lệ của ngân hàng. Cổ phiếu thường sẽ được phát hành năm 2005. Tuy nhiên, theo Quyết định 230/2005/QĐ-TTg ngày 21/9, VCB sẽ bán cổ phiếu theo nhiều đợt để tăng vốn, số cổ phiếu trong mỗi đợt không quá 10% vốn điều lệ, trong khi vẫn đảm bảo tỉ lệ sở hữu nhà nước trong vốn điều lệ không thấp hơn 70% vào năm 2006. Từ 2007-2010, VCB sẽ tiếp tục bán cổ phiếu để tăng vốn điều lệ nhưng tỉ lệ sở hữu nhà nước trong vốn điều lệ không thấp hơn 51%. Thứ hai, nhiều tranh luận nổ ra liên quan đến các định nghĩa và phương pháp như cổ phiếu ưu đãi, trái phiếu chuyển đổi, trái phiếu tăng vốn, định giá và chọn công ty tư vấn... Những chi tiết không cần thiết này đã chiếm phần lớn thời gian của giai đoạn này.

Sự khó khăn và phức tạp của sự kiện thể hiện rõ qua phát biểu của thống đốc NHNN Việt Nam.

*“Ai cũng biết cổ phần hóa ngân hàng là đụng đến một vấn đề rất nhạy cảm. Đảng và Nhà nước ta gọi ngân hàng là huyết mạch của nền kinh tế, nhất là ngân hàng thương mại quốc doanh được gọi là chủ lực, chủ đạo của hệ thống. Bây giờ đụng đến cột trụ ấy, nếu làm không cẩn trọng, có những sơ suất gì thì sẽ có thể có những ảnh hưởng bất lợi cả về kinh tế lẫn chính trị xã hội”, Thống đốc nói.<sup>6</sup>*

Có lẽ, hoạt động quan trọng nhất được thực hiện trong giai đoạn này là việc phát hành trái phiếu chuyển đổi và kế hoạch đã được chấp thuận. Mặc dù VCB sẵn sàng thực hiện các thủ tục cần thiết sau khi kế hoạch cổ phần hóa được công bố với sự hỗ trợ mạnh mẽ của NHNN và chính phủ, thời điểm cổ phần hóa vẫn thay đổi từ 2005 đến 2006, sau đó là 2007 và đổi thành giai đoạn IPO.

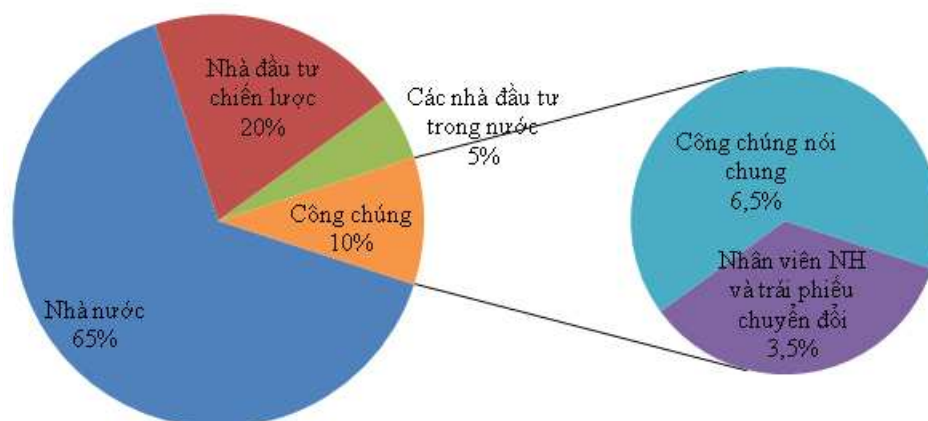
### **Phát hành lần đầu ra công chúng (IPO)**

Bắt đầu ngày 12/2/2007 khi công ty tư vấn Credit Suisse được chọn và kết thúc vào ngày 26/12/2007 khi thực hiện IPO, giai đoạn này cho thấy nghịch lý mà những người được ủy quyền gặp phải khi đưa ra những quyết định quan trọng. Hai trong số đó là cách thức triển khai IPO và giá ấn định IPO.

Cũng trong giai đoạn này, nhiều tuyên bố đã được đưa ra trong đó đáng chú ý nhất là tuyên bố cho rằng giá không phải là tiêu chí duy nhất để tìm chọn nhà đầu tư chiến lược, mà họ phải cam kết hỗ trợ kỹ thuật và hợp tác đầu tư, đặc biệt là giữ cổ phiếu sau khi thực hiện IPO vào cuối tháng 8/2007. Vấn đề này cùng với những điều khác đã được khẳng định trong Quyết định 1289/QĐ-TTg được Thủ tướng chấp thuận ngày 26/9/2007. Trong đó, cổ phần hóa được chia thành hai đợt. Đợt thứ nhất VCB sẽ phát hành 30% vốn điều lệ với 6,5% bán ra công chúng, 3,5% bán cho cán bộ CNV và các trái chủ, 5% cho nhà đầu tư chiến lược trong nước và 20% cho nhà đầu tư chiến lược nước ngoài (xem hình 2). Trong đợt 2, việc phát hành và niêm yết quốc tế sẽ không quá 15% vốn điều lệ.

Điểm đáng chú ý nhất trong quyết định này là nhà đầu tư chiến lược sẽ được chọn trước khi IPO. Với số vốn điều lệ 15 ngàn tỉ tương đương 1,5 tỉ cổ phiếu, thì số cổ phiếu dự kiến bán trong đợt IPO là khoảng 100 triệu.

<sup>6</sup> [http://tintuc.timnhanh.com/kinh\\_te/chung\\_khoan/20061216/35A58EFC/](http://tintuc.timnhanh.com/kinh_te/chung_khoan/20061216/35A58EFC/)

**Hình 2: Cơ cấu cổ đông dự kiến**

Nguồn: Quyết định 1289/QĐ-TTg, 26/9/2007

Với cơ cấu cổ đông dự kiến, thì sẽ có thay đổi lớn cho VCB. Do đó, có vẻ như những người được ủy quyền muốn có được một điển hình cổ phần hóa áp dụng theo các nguyên tắc quốc tế. Tuy nhiên, mọi chuyện không đơn giản như vậy.

### **Kế hoạch thay đổi**

Tháng 10 có tin đồn là GE Capital, Nomura và Goldman Sachs nằm trong danh sách quyết định chọn lựa nhà đầu tư chiến lược. Những doanh nghiệp này chào giá từ 43.000 đến 67.000 VND /cổ phiếu.<sup>7</sup> Tuy nhiên, một đại diện của VCB đính chính rằng Goldman Sachs không có trong danh sách, và có một nhóm công ty do Nomura đứng đầu chứ không phải chỉ Nomura. Ở mức giá chào này mức vốn hóa của VCB sẽ khoảng 4 đến 6 tỉ đô-la, cao hơn những định giá căn cứ theo các ngân hàng trên thế giới cũng như giá mà các nhà đầu tư nước ngoài đã trả cho các ngân hàng Trung Quốc.

Tuy nhiên, kỳ vọng của công chúng cũng như chính ngân hàng và những người được ủy quyền đã cao hơn nhiều so với giá chào của nhà đầu tư nước ngoài. Do đó, sau những thương thảo căng thẳng với nhà đầu tư nước ngoài nhưng thất bại, VCB và những người được ủy quyền quyết định thay đổi qui trình cổ phần hóa bằng cách thực hiện IPO trước khi chọn nhà đầu tư chiến lược thay vì ngược lại (cách phổ biến trên thế giới là chọn nhà đầu tư chiến lược trước). Trong kế hoạch mới và là cuối cùng này, giá bán cho nhà đầu tư chiến lược là giá IPO bình quân. Phát ngôn viên của VCB giải thích lý do khiến ngân hàng đổi qui trình là phía đối tác chiến lược đã chào giá quá thấp, có thể gây thiệt hại cho tài sản của nhà nước và sự quan tâm của nhà đầu tư cá nhân.

Đến nay, mức giá mà Credit Suisse tính toán và tư vấn cho VCB vẫn chưa được công bố, nhưng có vẻ như VCB và những người được ủy quyền đã rơi vào thế khó xử khi quyết định giá IPO, vì sự chênh lệch giữa kỳ vọng của công chúng và giá trị dựa vào khả năng lợi nhuận của ngân hàng vào thời điểm đó,

<sup>7</sup> Theo nguồn tin không chính thức, mức định giá của một trong số các công ty tham gia đấu giá cổ phiếu VCB chỉ là 25.000 VND hay mức vốn hóa của VCB chỉ hơn 2 tỉ đô-la, tuy nhiên công ty này vẫn bỏ giá cao hơn vì muốn tham gia vào thị trường mới.

cũng như với giá chào của nhà đầu tư nước ngoài.<sup>8</sup> Cuối cùng, 100.000 VND/cổ phiếu là giá ấn định cho IPO. Các kịch bản định giá VCB được minh họa trong hình 3.

**Hình 3: Các kịch bản định giá VCB**

STT	Kịch bản hay giá căn cứ theo	Giá cổ phiếu (1000 VND)	GTTT Tỉ US\$	<u>MV</u> Tài sản 2006	P/E** 2006
1	Kỳ vọng thị trường trước IPO	120 -200	11-18	110%-180%	65-107
2	Nền kinh tế Việt Nam*	<40	<4	<40%	<21
3	BQ của ngân hàng trên thế giới *	<40	<4	<40%	<21
4	Giá của nhà đầu tư chiến lược	43-65	4-6	40%-60%	21-32
5	Giá IPO	100	9.30	93%	54
6	Giá đấu mua	108	10.00	100%	58
7	Một năm sau IPO***	29	2.1	27%	15

*Nguồn: tính toán và ước tính của tác giả từ nhiều nguồn*

\* Ước tính của tác giả

\*\* Lợi nhuận 2006

\*\*\* Giá ngày 21/10/2008 là khoảng 35.000- 36.000 VND nhưng chỉ có 1,21 tỉ cổ phiếu thay vì 1,5 tỉ theo như kế hoạch ban đầu, do đó giá điều chỉnh chỉ còn 29.000 VND.

Xem chi tiết trong phụ lục 1, 2 và 3.

#### **Các ngân hàng Trung Quốc**

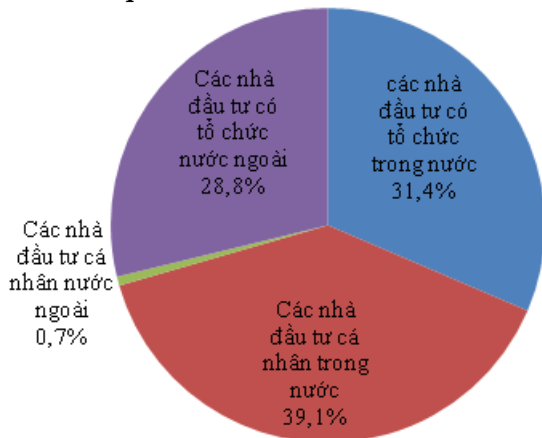
Ba trong tứ đại ngân hàng Trung Quốc đã được cổ phần hóa và thực hiện IPO, trở thành các đợt IPO lớn nhất trên thế giới. Tuy nhiên, mức giá các ngân hàng này bán cho nhà đầu tư chiến lược là thấp hơn nhiều so với mức trung bình của các ngân hàng trên thế giới và thấp hơn hẳn giá trị thị trường sau IPO. Ví dụ, 1/2006, ICBC bán 10% cổ phiếu cho Goldman Sachs, Allianz và America Express ở mức 3,8 tỉ đô-la. Theo đó, giá trị của ngân hàng bằng 5,6% tổng tài sản và chưa bằng ¼ giá IPO, và bằng 1/8 giá của một năm sau. Tháng 8/2005, Bank of China bán 10% cổ phần cho Royal Bank of Scotland và các tổ chức đồng đầu tư với giá 3,048 tỉ đô-la. Với mức giá này, giá trị của ngân hàng bằng 5,9% tổng tài sản, thấp hơn hẳn giá IPO, và giá của một năm sau.

#### **Kết quả IPO**

Ngày 26/12/ 2007, vụ IPO lớn nhất Việt Nam diễn ra. Giá đấu bình quân là 107.860 VND. Giá thấp nhất và cao nhất là 102.000 và 250.000 VND. Theo mức đấu giá thì mức vốn hóa thị trường của VCB xấp xỉ 10 tỉ VND và các nhà đầu tư trả hơn 600 triệu đô-la để mua 97.500.000 cổ phiếu. Cơ cấu được minh họa trong hình 4.

<sup>8</sup> Phương pháp định giá: theo điều 16 nghị định 187, 2004, khi DNNN thực hiện cổ phần hóa, phải áp dụng các phương pháp định giá doanh nghiệp như sau: (1) Phương pháp tài sản; (2) Phương pháp tiền tệ chiết khấu; (3) các phương pháp khác.

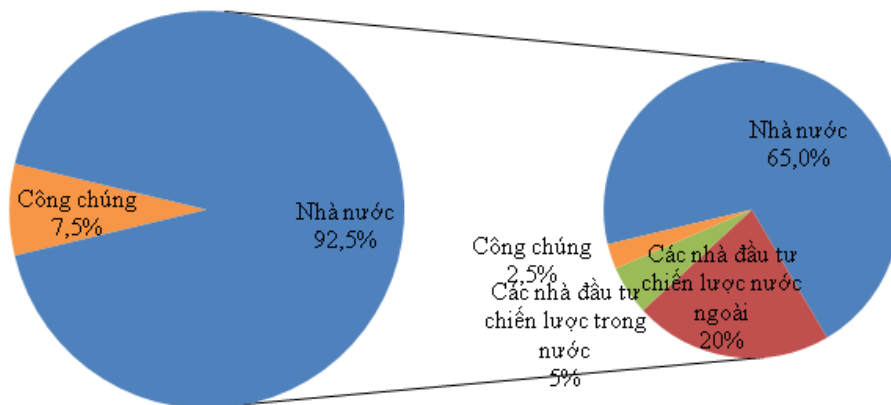


**Hình 4: Kết quả IPO VCB<sup>9</sup>**

Dường như không ai hài lòng với kết quả IPO này. Ngân hàng vẫn chưa có nhà đầu tư chiến lược, CBCNV ngân hàng thất vọng vì phần bù đắp cho họ quá mỏng. Các nhà đầu tư dài hạn không tham dự vì giá quá cao và giới đầu cơ cũng không có cơ hội kiếm tiền vì giá tăng.

### Sau IPO

Sau đợt IPO VCB, thị trường chứng khoán Việt Nam đi xuống, chỉ số VN-Index đã và đang liên tục đi xuống và giá cổ phiếu VCB cũng vậy. So với thời điểm IPO, giá hiện nay đã giảm hơn 2/3 và giá trị thị trường giảm hơn 3/4.<sup>10</sup> Bốn tháng sau IPO, đại hội cổ đông đầu tiên được tổ chức,<sup>11</sup> nhưng được cho là không thành công vì việc chọn các nhà đầu tư chiến lược hay lên lịch trình niêm yết vào thời điểm đó là rất mơ hồ.

**Hình 5: Cơ cấu cổ đông hiện nay**

Nguồn: Tài liệu đại hội cổ đông lần đầu tiên của VCB

<sup>9</sup> Lý do cơ cấu IPO gồm 70% nhà đầu tư nội địa và 30% nhà đầu tư nước ngoài là theo qui định. Nhà đầu tư nước ngoài được phép sở hữu tối đa 30%.

<sup>10</sup> Lý do khiến mức vốn hóa thị trường của VCB giảm 3/4 trong khi giá chỉ giảm 2/3 là theo kế hoạch ban đầu có 1,5 tỉ cổ phiếu, sau đó được điều chỉnh còn 1,21 tỉ cổ phiếu.

<sup>11</sup> DHCD Vietcombank: Roi boi vì gia cơ phieu: <http://vietnamnet.vn/kinhte/2008/04/780377/>



Với cơ cấu cổ đông hiện nay, dường như không có gì thay đổi, vì chỉ có một phần nhỏ cổ phần được bán ra thì sẽ không có tác động lên ngân hàng này cũng như cả hệ thống ngân hàng.

### **Con đường phía trước**

Có những điều kiện cần như doanh nghiệp tốt, quyết tâm cao và sự đồng lòng của các cấp lãnh đạo, và thị trường chứng khoán sôi động để cổ phần hóa thành công. Tuy nhiên, kết quả lại thấp hơn kỳ vọng rất nhiều và còn nhiều việc phải làm để trở thành một ngân hàng thương mại thực sự. Đây là những lý do dẫn đến tình trạng này? Có lẽ, đây là một tình huống hữu ích cho các nhà hoạch định chính sách và ngân hàng cũng như các nhà quản lý doanh nghiệp để phân tích và tìm ra cách thức phù hợp cho những lần cổ phần hóa tiếp theo và cho việc cải cách khu vực nhà nước nói chung.

Minh họa 1: Các chỉ báo quan trọng về hệ thống ngân hàng ở các nước 2006

No	Quốc gia	MV Tài sản	MV GDP*	Tài sản GDP*	P/E	ROA	L.nhuận GDP*
<b>I</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>58,3%</b>	<b>71,9%</b>	<b>123,2%</b>	<b>88,4</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,8%</b>
<b>II</b>	<b>Các nước C.Á trừ Nhật</b>	<b>20,1%</b>	<b>23,7%</b>	<b>157,9%</b>	<b>23,2</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,0%</b>
1	Singapore	17,8%	43,4%	304,2%	13,3	1,3%	4,1%
2	Hong Kong/China	23,9%	21,2%	445,0%	15,7	1,5%	1,7%
3	Malaysia	16,4%	22,6%	171,4%	18,9	0,9%	1,5%
4	South Korea	13,4%	9,1%	85,1%	11,9	1,1%	1,0%
5	Thailand	12,8%	10,6%	103,5%	16,2	0,8%	0,8%
6	China	23,1%	21,2%	163,4%	34,3	0,7%	0,8%
<b>III</b>	<b>Các nước mới nổi</b>	<b>29,4%</b>	<b>9,1%</b>	<b>30,9%</b>	<b>15,3</b>	<b>1,9%</b>	<b>0,6%</b>
1	Jordan	50,3%	97,9%	243,5%	27,6	1,8%	4,4%
2	South Africa	17,9%	14,1%	98,0%	13,6	1,3%	1,3%
3	Brazil	25,4%	9,3%	45,9%	13,7	1,9%	0,8%
4	Saudi Arabia	94,6%	13,4%	17,7%	20,9	4,5%	0,8%
5	Turkey	28,1%	7,9%	35,2%	13,2	2,1%	0,8%
6	Colombia	47,7%	4,7%	12,4%	15,7	3,0%	0,4%
7	Morocco	37,9%	8,7%	28,8%	31,7	1,2%	0,3%
8	Chile	11,9%	2,9%	30,7%	15,8	0,8%	0,2%
9	Pakistan	32,5%	2,5%	9,5%	15,0	2,2%	0,2%
10	Mexico	44,0%	1,6%	4,5%	17,1	2,6%	0,1%
<b>IV</b>	<b>Các nước chuyển tiếp</b>	<b>64,9%</b>	<b>8,2%</b>	<b>12,6%</b>	<b>24,2</b>	<b>2,7%</b>	<b>0,3%</b>
1	Hungary	45,8%	9,9%	27,0%	15,1	3,0%	0,8%
2	Russia	77,7%	7,5%	12,1%	27,8	2,8%	0,3%
3	Poland	43,2%	4,4%	12,7%	20,6	2,1%	0,3%
<b>V</b>	<b>Các nước phát triển</b>	<b>11,0%</b>	<b>22,1%</b>	<b>200,5%</b>	<b>14,1</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,6%</b>
1	Iceland	24,2%	127,8%	659,4%	14,1	1,7%	11,3%
2	Ireland	12,6%	28,5%	283,1%	11,9	1,1%	3,0%
3	Sweden	8,4%	25,0%	369,7%	10,9	0,8%	2,9%
4	Belgium	6,2%	19,8%	398,4%	9,2	0,7%	2,7%
5	Australia	16,4%	27,3%	208,4%	16,3	1,0%	2,1%
6	Spain	14,2%	20,7%	181,9%	15,7	0,9%	1,7%
7	Denmark	7,5%	14,5%	242,1%	13,1	0,6%	1,4%
8	Netherlands	5,1%	10,6%	260,9%	10,6	0,5%	1,2%

No	Quốc gia	<u>MV</u> <u>Tài sản</u>	<u>MV</u> <u>GDP*</u>	<u>Tài sản</u> <u>GDP*</u>	P/E	ROA	<u>L.nhuận</u> <u>GDP*</u>
9	Israel	8,2%	10,8%	163,8%	11,4	0,7%	1,2%
10	Greece	25,0%	22,6%	112,9%	24,6	1,0%	1,1%
11	Portugal	14,1%	10,1%	89,4%	14,8	1,0%	0,9%
12	Austria	14,8%	14,1%	119,3%	29,2	0,5%	0,6%
13	Switzerland	17,7%	4,8%	33,8%	18,7	0,9%	0,3%
14	Luxembourg	3,0%	4,9%	201,8%	25,5	0,1%	0,2%
15	Finland	10,9%	1,6%	18,9%	14,5	0,8%	0,1%
<b>VI</b>	<b>G7</b>	<b>10,0%</b>	<b>14,3%</b>	<b>142,2%</b>	<b>13,3</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,1%</b>
1	United Kingdom	7,8%	26,4%	423,1%	11,3	0,7%	2,9%
2	Canada	11,6%	16,8%	180,7%	12,5	0,9%	1,7%
3	France	5,5%	11,9%	268,8%	12,0	0,5%	1,2%
4	United States	15,9%	10,2%	80,4%	12,5	1,3%	1,0%
5	Japan	7,5%	11,0%	183,3%	15,6	0,5%	0,9%
6	Italy	14,9%	16,4%	137,6%	27,6	0,5%	0,7%
7	Germany	4,0%	1,5%	46,7%	17,6	0,2%	0,1%
	<b>Thế giới</b>	<b>11,6%</b>	<b>12,7%</b>	<b>135,8%</b>	<b>14,6</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,1%</b>

Nguồn: Tính toán từ tạp chí Forbes 2000 năm 2007 và World Development Indicator

\*Trong một số trường hợp, các tỉ lệ với mẫu số GDP không đáng tin cậy, đặc biệt với các nước chuyển tiếp và mới nổi vì chỉ có 295 ngân hàng trong số liệu của Forbes 2000-2007, không phải tất cả ngân hàng ở các nước.

MV: Giá trị thị trường hay giá trị vốn hóa thị trường

P/E: Tỉ lệ giá trên thu nhập

ROA: Sinh lợi trên tài sản

Minh họa 2: Các chỉ báo quan trọng về ngân hàng 2006

Ngân hàng	Tài sản US\$ bn)	Thị phần	Tài sản GDP	MV Tỉ US\$	ROA*	P/E	MV Tài sản
Citi (US)	1.884,32	22,2%	14,3%	247,42	1,1%	11,49	13,1%
HSBC (British)	1.860,76	23,1%	79,3%	202,29	0,9%	12,16	10,9%
ICBC (China)**	800,04	22,9%	30,0%	330,00	0,6%	70,97	41,2%
BOC (China)**	585,55	16,7%	21,9%	212,00	0,6%	62,17	36,2%
Kookmin (South Korea)	179,97	22,9%	20,3%	30,29	1,2%	13,71	16,8%
UOB (Singapore)	105,16	31,6%	79,6%	20,51	1,6%	12,21	19,5%
Public (Malaysia)	41,76	19,5%	28,0%	8,77	1,2%	17,90	21,0%
Kasikorn (Thailand)	26,32	15,4%	12,8%	4,50	1,4%	11,84	17,1%
Rakyat (Indonesia)	12,43	22,9%	4,5%	6,33	3,1%	16,23	50,9%
Bình quân 20 ngân hàng	12,12	0,5%	0,6%	3,55	1,6%	18,63	29,3%
<b>Bình quân 35 ngân hàng</b>	<b>13,04</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>2,81</b>	<b>1,3%</b>	<b>16,99</b>	<b>21,5%</b>
Bình quân 80 ngân hàng	15,66	2,6%	2,8%	2,27	0,9%	17,07	14,5%
Bình quân 150 ngân hàng	21,45	6,7%	7,3%	3,38	0,9%	18,35	15,8%
Bình quân 210 ngân hàng	31,21	12,2%	13,1%	4,71	0,8%	18,81	15,1%
Bình quân 304 ngân hàng	157,34	100,0%	107,9%	18,37	0,8%	14,70	11,7%
<b>VCB (Việt Nam)***</b>	<b>13,05</b>	<b>15,0%</b>	<b>18,15%</b>	<b>9,38</b>	<b>1,5%</b>	<b>46,88</b>	<b>71,9%</b>
ACB (Việt Nam)	5,92	6,8%	8,23%	3,16	1,2%	43,84	53,3%
Sacombank (Việt Nam)	3,58	4,1%	4,99%	1,78	1,7%	29,51	49,7%

Nguồn: Tính toán từ tạp chí Forbes 2000- 200, WDI 2007 và các nguồn khác

\*ROA có thể cao hơn khi sử dụng tài sản trung bình đầu kỳ và cuối năm

\*\* ngân hàng Trung Quốc sử dụng số liệu 2007. Số liệu ngân hàng Việt Nam do tác giả ước tính tháng 11/2007.

### **Minh họa 3: Định giá VCB trong các tình huống**

#### **Kỳ vọng của nhà đầu tư**

Trước khi định giá IPO, nhiều người cho rằng giá cổ phiếu VCB sẽ rất cao. Năm 2006, lợi nhuận ròng và tổng tài sản của VCB là VND 2.877 tỉ và 167,000 tỉ, so với ACB thì các chỉ tiêu này cao hơn lần lượt là 5,7 lần và 3,7 lần. Theo kế hoạch sẽ phát hành 1,5 tỉ cổ phiếu, gấp 5 lần ACB. Dựa vào những con số này nhiều người kỳ vọng là giá VCB sẽ ít nhất là bằng với giá cổ phiếu ACB, bằng VND 172.600 vào ngày 10/8/ 2007. Giá trị vốn hóa của VCB lẽ ra là VND 259 ngàn tỉ, bằng 1,5 lần tổng tài sản và 26% GDP Việt Nam năm 2006.

Báo điện tử VnExpress đã thực hiện một khảo sát nhanh và nhận thấy đa số các nhà đầu tư cá nhân sẵn sàng trả VND130 đến 150.000/cổ phiếu. Nhà đầu tư Vũ Mạnh Vinh trên sàn ACB nói nhờ tên tuổi, vốn điều lệ cao và kết quả kinh doanh tốt giá cổ phiếu VCB sẽ là VND140,000. Anh Minh ở sàn Bảo Việt nói có biết một nhà đầu tư đã dành sẵn 3-5 tỉ đồng cho vụ IPO này với mức giá chấp nhận là VND130-150,000/cổ phiếu. TGD Xuân Phong của T&M Finance cho biết các cá nhân không nên mua cổ phiếu vì đợt IPO này đang nhắm đến và sẽ có lợi cho các nhà đầu tư tổ chức trong và ngoài nước nhiều nhất. Theo ông Phong, các nhà đầu tư cá nhân mua VCB với giá VND130-150.000/cổ phiếu sẽ phải bán cổ phiếu khác để trả cho ngân hàng này, dẫn đến thị trường giảm mạnh. Nếu một nhà đầu tư có được quyền mua 5000 cổ phiếu giá VND150,000, tương đương 750 triệu đồng, thì đó là số tổng đáng kể trên thị trường này. Vietcombank quyết định bán 6,5% tổng số cổ phần ra công chúng, 30% trong đó dành cho các nhà đầu tư nước ngoài. Khi cầu cao mà cung thiếu, ông Phong cho rằng vốn đầu tư nước ngoài sẽ sẵn sàng trả hơn VND200,000/cổ phiếu. Ông Quyền từ Công ty Chứng khoán Tân Việt cũng cho rằng các nhà đầu tư tổ chức sẽ có ưu thế hơn nhà đầu tư cá nhân, nhưng không cho rằng vốn đầu tư nước ngoài sẽ trả hơn VND200,000/cổ phiếu. Ông cho rằng các nhà đầu tư tổ chức đủ khôn ngoan để đưa ra các quyết định chính xác và hợp lý.<sup>12</sup>

Ngày 24/7/2007, Ts. Trịnh An Huy – Chủ nhiệm CLB Chứng khoán CIS nói “VCB theo dự đoán của tôi với vốn điều lệ 15 ngàn tỉ, tổng tài sản hiện là 180 ngàn tỉ; lợi nhuận trước thuế là 4 ngàn tỉ, thì khi IPO, P/E chấp nhận được là 50. Khi đó giá sẽ là VND 120,000/cổ phiếu.”<sup>13</sup>

Theo ước tính của EPS (Công ty Chứng khoán Gia Quyền) dựa vào giá cổ phiếu của ACB và Sacombank, giá của VCB sẽ nằm trong khoảng 100 đến 200 ngàn.<sup>14</sup>

#### **So sánh với các ngân hàng trên thế giới**

So sánh với 304 ngân hàng trong tạp chí Forbes 2006, giá trị vốn hóa của VCB sẽ khoản 3-4 tỉ đô-la. Nếu VCB giống như 20 ngân hàng có tài sản trong khoảng 8,4 đến 13,8 tỉ đô-la và hệ số vốn hóa thị trường trên tổng tài sản là 29,3%, thì mức vốn hóa của VCB sẽ khoảng 3,5 tỉ đô-la; còn nếu bằng với 35 ngân hàng có tài sản trung bình 13,4 tỉ đô-la, tương đương với tổng tài sản hoạch định vào cuối 2007, thì mức vốn hóa của VCB sẽ phải là 2,8 tỉ đô-la; nếu bằng mức bình quân của 150 ngân hàng có tài sản trung bình 21,5 tỉ đô-la, bằng với tổng tài sản theo kế hoạch 2015-2020 của VCB, thì mức vốn hóa của VCB sẽ là 3,4 tỉ đô-la. Nếu cho rằng VCB là tốt nhất trong số 20 ngân hàng ở trên thì mức vốn hóa thị trường của VCB sẽ là 4-6 tỉ đô-la

<sup>12</sup> <http://www.shvoong.com/newspapers/viet-nam/1723863-vietcombank-ipo-little-fish/> và <http://www.vies.org.vn/module/news/viewcontent.asp?ID=2674&langid=3>

<sup>13</sup> [http://tintuc.timnhanh.com/kinh\\_te/chung\\_khoan/20070724/35A62F2F/](http://tintuc.timnhanh.com/kinh_te/chung_khoan/20070724/35A62F2F/)

<sup>14</sup> [http://upload.eps.com.vn/reportAnalyze/VCB\\_Snapshot\\_20071219\\_vn.pdf](http://upload.eps.com.vn/reportAnalyze/VCB_Snapshot_20071219_vn.pdf)

### **Căn cứ theo nền kinh tế Việt Nam**

Số liệu báo cáo tài chính quốc gia của nhóm Intelligence Unit thuộc tạp chí The Economist cho thấy trong năm 2005, lợi nhuận của hơn 7.500 ngân hàng ở Mỹ chỉ có 134 tỉ đô-la, bằng với 1,07% GDP. Lợi nhuận của tất cả ngân hàng Hàn Quốc năm 2006 là 11 tỉ đô-la, bằng 1,25% GDP. Nếu bao gồm các hoạt động bảo hiểm và chứng khoán, thì lợi nhuận của khu vực tài chính Hàn Quốc là chưa tới 2,5% GDP. Ước tính từ danh sách 2000 của Forbes, lợi nhuận xấp xỉ của khu vực ngân hàng chỉ khoảng 1% GDP và lợi nhuận trên tài sản (ROA) của những ngân hàng tốt trên thế giới chỉ khoảng 1 đến 1,5%.

Năm 2006, tổng lợi nhuận của các ngân hàng thương mại ở Việt Nam là khoảng 1,1% GDP, những ngân hàng ở Việt Nam thậm chí còn hiệu quả gấp đôi các ngân hàng trung bình trên thế giới, là 2% GDP. Sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền với chi phí vốn của ngân hàng Việt Nam khoảng 15-20% hàng năm, tốc độ tăng trưởng 5-10%, thì mức vốn hóa thị trường của các ngân hàng Việt Nam là khoảng 200 ngàn tỉ đồng hay 20% GDP năm 2006. Con số này hầu như gấp đôi so với các ngân hàng trung bình trên thế giới. Hơn nữa, giả sử VCB hiệu quả hơn các ngân hàng khác ở Việt Nam, mặc dù tài sản của ngân hàng này là khoảng 15% tổng tài sản của tất cả ngân hàng, nhưng lại chiếm đến ¼ tổng lợi nhuận ngành. Trong trường hợp này, giá trị của VCB là khoản 4 tỉ đô-la.

Nói chung thì ngay cả khi dựa vào thu nhập tiềm năng thì cũng khó thuyết phục rằng giá trị của VCB là lớn hơn 4 tỉ đô-la.

Minh họa 4: Các nhà đầu tư chiến lược trong các ngân hàng ở Trung Quốc, Việt Nam và các nước khác

Ngân hàng Trung Quốc	Thông tin nổi bật	Tổng tài sản (tỷ US\$)	Giá trị thị trường/tài sản (%)	Nhà đầu tư chiến lược	Ngày hoàn tất	Qui mô giao dịch (tỷ US\$)	% cổ phiếu	Điều khoản quan trọng
Ngân hàng Công Thương Trung Quốc	• Ngân hàng thương mại lớn nhất Trung Quốc với tổng tài sản 5,59 ngàn tỉ NDT, cuối năm 2004	675,94	5,6%	Goldman Sachs, Allianz và America Express	01/06	3.800	10	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Có một ghế trong HĐQT</li> <li>• Hợp tác rộng rãi về quản trị doanh nghiệp, hoạt động ngân khố, quản lý rủi ro, quản lý tài sản, và đào tạo nhân lực, etc.</li> </ul>
Bank of China	• Ngân hàng thương mại lớn thứ hai ở Trung Quốc với tổng tài sản 4,27 ngàn tỉ NDT, cuối 2004	516,32	5,9%	Royal Bank of Scotland và các nhà đầu tư khác	08/05	3.048	10	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hợp tác nhiều mặt về thẻ tín dụng, doanh nghiệp kinh doanh, bảo hiểm cá nhân...</li> <li>• Có một ghế trong HĐQT</li> </ul>
				Temasek	08/05	1.524	5	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cam kết nắm giữ tối thiểu 500 triệu đô-la giá trị cổ phiếu trong đợt IPO</li> <li>• Có một ghế trong HĐQT</li> </ul>
Ngân hàng Xây dựng Trung Quốc	Ngân hàng thương mại lớn thứ ba ở Trung Quốc với tổng tài sản 3,91 ngàn tỉ NDT, cuối 2004	72,79	6,1%	Bank of America	06/05	2.500	9,1	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hợp tác về quản trị doanh nghiệp, quản lý rủi ro, công nghệ thông tin, quản lý tài chính...</li> <li>• Có ghế trong HĐQT</li> <li>• Khoảng 50 nhân viên của BOA sẽ sang CCB để cung cấp dịch vụ tư vấn</li> <li>• Quyền mua thêm cổ phiếu trong tương lai để tăng sở hữu lên 19,9%</li> </ul>
				Temasek	07/05	1.466	5,1	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cam kết nắm giữ tối thiểu 1 tỉ đô-la trị giá cổ phiếu trong đợt IPO</li> <li>• Hỗ trợ tái cơ cấu CCB</li> <li>• Có một ghế trong HĐQT</li> </ul>
Ngân hàng thương mại Thành phố Nanjing (TQ)	• Ngân hàng thương mại thành phố	5,30	8,5	BNP Paribas	10/05	87	19,2	• NA



Ngân hàng phát triển Thẩm quyền (Trung Quốc)	• Ngân hàng lớn thứ 14 (Trung Quốc)	26,84	5,3	GE Consumer Finance	10/05	100	7	• NA
Ngân hàng Huaxia (Trung Quốc)	• Ngân hàng vùng	42,93	5,4	Deutsche Bank	10/05	325	14	• NA
Ngân hàng Bo Hai (Trung Quốc)	• Mới thành lập	42,93	1,4	Standard Chartered	09/05	123	19,9	• Có quyền đề cử phó chủ tịch HĐQT
<b>Ngân hàng Việt Nam</b>								
ACB	Ngân hàng cổ phần	1,5	30	Standard Chartered	07/05	45	10	
Sacombank	Ngân hàng cổ phần	1,5	18	ANZ	03/06	27	10	
Techcombank	Ngân hàng cổ phần	1,1	15,5	HSBC	12/05	17	10	
VB Bank	Ngân hàng cổ phần	0,6		OCBC	03/06		10	
Ngân hàng Phương Đông	Ngân hàng cổ phần	0,4		BNP Paribas	11/06		10	
Ngân hàng Phương Nam	Ngân hàng cổ phần	0,6		UOB	06/07		10	
Habubank	Ngân hàng cổ phần	0,7		Deutsche Bank	02/07		10	
Eximbank	Ngân hàng cổ phần	1,5		SMBC	03/07		10	
Akbank (Thổ Nhĩ Kỳ)	Ngân hàng lớn thứ 3	53,4	29	Citibank	01/07	3.100	20	
Ekonomi (Indonesia)		1,8	30	HSBC	10/08	608	89,9	

Nguồn: Hope and Hu (2006), Thành (2008) và các nguồn khác.