

LỊCH SỬ THỊ TRƯỜNG PHÁT HÀNH RIÊNG LẺ VIỆT NAM VÀ TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN TRONG TƯƠNG LAI

Lời mở đầu

Trong suốt lịch sử phát triển kinh tế toàn cầu, các doanh nghiệp cần có vốn để hỗ trợ và thúc đẩy sự phát triển của mình, và huy động vốn đã trở thành nhiệm vụ chính của các doanh nghiệp để tăng tốc phát triển sau khi niêm yết.

Các công ty niêm yết thường huy động vốn thông qua các hình thức sau: chào bán cổ phiếu ra công chúng, chào bán cổ phiếu riêng lẻ, vay tài sản cầm cố, vay ngân hàng và phát hành trái phiếu.

Các doanh nghiệp Việt Nam cũng không ngoại lệ khi huy động vốn chủ yếu thông qua phát hành trái phiếu. Tuy nhiên, bắt đầu từ năm 2020, do chịu ảnh hưởng của dịch bệnh, kinh tế trở nên suy thoái, chính sách tài chính toàn cầu chuyển từ nới lỏng sang thắt chặt khiến tỷ lệ vỡ nợ trái phiếu của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam tăng cao.

Một số kênh huy động vốn khác trước đây chiếm tỷ trọng thấp đã bắt đầu lọt vào tầm ngắm của các công ty niêm yết. Như việc phát hành thêm cổ phiếu đã trở nên phổ biến ở các công ty niêm yết trên thị trường, đặc biệt là hình thức huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu riêng lẻ ngày càng nằm trong tầm ngắm của nhiều doanh nghiệp.

Dưới đây, hãy cùng tìm hiểu và thảo luận về sự phát triển và tương lai của thị trường phát hành riêng lẻ của các công ty niêm yết tại Việt Nam từ nhiều khía cạnh.

MỤC LỤC

1. Phân tích thị trường phát hành riêng lẻ của Việt Nam trong mối tương quan với Trung Quốc
2. Nghiên cứu luật pháp và các quy định về phát hành cổ phiếu riêng lẻ tại Việt Nam
3. Hiện trạng thị trường huy động vốn tại Việt Nam
4. Nghiên cứu về thị trường phát hành riêng lẻ của các doanh nghiệp Việt Nam
 - 4.1. Số lượng dự án phát hành riêng lẻ ổn định, tích lũy nhiều, có nhiều dấu hiệu bùng phát
 - 4.2. Quy mô phát hành: Ổn định nhưng có kỳ vọng đột phá
 - 4.3. Tỷ lệ chiết khấu: Giá chiết khấu cao là một nguồn bảo vệ thu nhập quan trọng
 - 4.4. Tỷ suất sinh lời lý thuyết: Sự lạc quan của tỷ suất sinh lời trở thành một điểm sáng lớn trên thị trường

1. Phân tích thị trường phát hành riêng lẻ của Việt Nam trong mối tương quan với Trung Quốc

Để nghiên cứu và tìm hiểu sự phát triển của phát hành cổ phiếu riêng lẻ của các công ty niêm yết tại Việt Nam, chúng tôi chọn thị trường Trung Quốc, nơi khá tương đồng với Việt Nam về vị trí địa lý, môi trường chính trị và hệ thống kinh tế, từ đó có thể được sử dụng như một tài liệu tham khảo cho sự phát triển trong tương lai của Việt Nam.

a. Sự tăng giảm của thị trường phát hành riêng lẻ chịu ảnh hưởng nặng nề từ các chính sách của chính phủ.

Lịch sử phát triển của thị trường phát hành riêng lẻ tại Trung Quốc có thể phân thành các giai đoạn dưới đây:

- **Giai đoạn phôi thai của phát hành riêng lẻ (2006-2013):** Được đánh dấu bằng việc ban hành “Luật quản lý đối với việc phát hành chứng khoán của các công ty niêm yết”, từ đó phát hành riêng lẻ của Trung Quốc đã đi vào con đường hợp pháp và tiêu chuẩn hóa, và đã trở thành lựa chọn đầu tiên cho các công ty niêm yết phát hành thêm cổ phiếu. Giai đoạn này, số lượng phát hành riêng lẻ là khoảng 100 thương vụ mỗi năm, chiếm khoảng 3% trong tổng số lượng các công ty niêm yết.
- **Giai đoạn bùng nổ phát hành cổ phiếu riêng lẻ (2014-2016):** Giai đoạn này được đánh dấu bằng việc sửa đổi “Quy chế thực hiện phát hành cổ phiếu riêng lẻ của công ty niêm yết” với khoảng 100 thương vụ phát hành riêng lẻ trong giai đoạn cũ trong giai đoạn này đã tăng lên 570 giao dịch trong năm 2016, số lượng phát hành vượt quá 15% số lượng công ty niêm yết và tổng quy mô gây quỹ thậm chí lên tới 1,7 nghìn tỷ nhân dân tệ.
- **Giai đoạn điều chỉnh của phát hành riêng lẻ (2017-2019):** Giai đoạn này được đánh dấu bằng việc công bố “Quyết định sửa đổi Quy chế thực hiện phát hành riêng lẻ cho công ty niêm yết”, số lượng các thương vụ tăng trong giai đoạn trước đã giảm trở lại mức hơn 100 thương vụ mỗi năm và hoạt động thị trường đã giảm đáng kể.
- **Giai đoạn phục hồi phát hành riêng lẻ (2020-nay):** Được đánh dấu bằng việc sửa đổi “Quyết định sửa đổi Quy chế thực hiện phát hành riêng lẻ cổ phiếu của công ty niêm yết”, luật pháp trở nên quy chuẩn hơn, phát hành riêng lẻ đã bước vào giai đoạn nói lỏng chính sách, số dự án triển khai và số vốn huy động trước đây từng giảm đều đã tăng trở

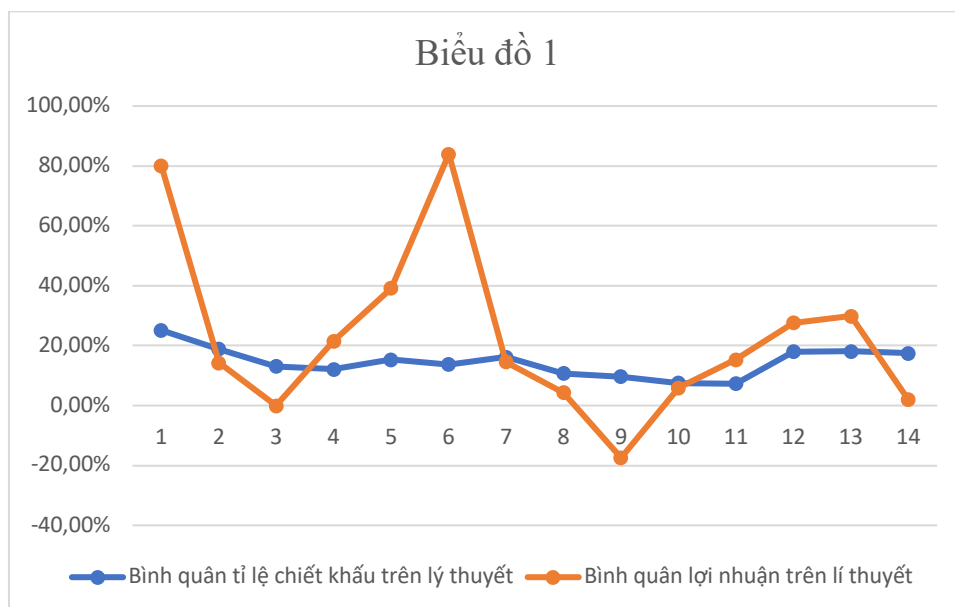
lại, đặc biệt trong giai đoạn này khi chính sách nới lỏng, số thương vụ triển khai trong năm lên tới 794 thương vụ.

Bảng dưới đây là số liệu thống kê về hoạt động phát hành riêng lẻ của các công ty niêm yết tại Trung Quốc từ năm 2009 đến năm 2022:

Bảng 1. Thống kê tình hình thị trường phát hành của các doanh nghiệp niêm yết tại Trung Quốc														
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Số lượng thương vụ PHRL	69	114	108	96	202	308	560	570	233	141	132	794	516	352
Quy mô (tỉ nhân dân tệ)	249.938	296.147	443.952	336.113	365.304	693.203	1322.125	1695.598	1316.125	732.251	679.82	831.566	899.347	722.609
Tỷ lệ chiết khấu trung bình trên lý thuyết	25.14%	18.84%	13.08%	12.15%	15.34%	13.71%	16.21%	10.72%	9.68%	7.51%	7.27%	18%	18.15%	17.48%
Tỷ lệ lãi trung bình trên lý thuyết	80.11%	14.26%	-0.07%	21.53%	39.13%	84%	14.62%	4.36%	-17.45%	5.87%	15.36%	27.60%	29.90%	2%

b. Tỷ lệ chiết khấu trung bình trên lý thuyết

Biểu đồ 2 dưới đây thống kê cho ta thấy các số liệu từ năm 2009 đến nay. Tỷ lệ chiết khấu tương đối ổn định, ngoại trừ 2017-2019 bị ảnh hưởng bởi sự thắt chặt của các chính sách, vì vậy tỷ lệ chiết khấu thấp hơn 10%, hầu hết trong các năm khác tỉ lệ chiết khấu đều lớn hơn 12%, trở thành nguồn lợi nhuận lớn nhất cho các thương vụ phát hành riêng lẻ.



Nguồn: CafeF, Fiiipro, CSI, Kirin Capital

c. Lợi nhuận được đảm bảo trên hầu hết thời gian

Như biểu đồ 2 đã thể hiện, trong 14 năm đã thống kê, chỉ có năm 2010 và năm 2017 là chịu tác động bởi chính sách mới, thống kê tỷ lệ lợi nhuận trung bình theo lý thuyết là -0.07% và -17.45%, giữ được mức lợi nhuận trên lý thuyết hàng năm đạt đến mức 85.71%

2. Nghiên cứu luật pháp và các quy định về phát hành cổ phiếu riêng lẻ tại Việt Nam

Hiện nay, Việt Nam đã ban hành “Luật Chứng khoán”, “Luật đầu tư” và “Luật Doanh nghiệp” sửa đổi mới được ban hành năm 2019 và chính thức có hiệu lực thi hành từ ngày 01/01/2020, đều đã quy định rõ ràng về việc phát hành riêng lẻ cổ phiếu của các công ty niêm yết.

- a. Chào bán cổ phiếu riêng lẻ tại Việt Nam là việc phát hành cổ phiếu cho không quá 100 nhà đầu tư, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và nhà đầu tư chứng khoán chiến lược.
- b. Thời hạn đầu tư đối với nhà đầu tư chuyên nghiệp tối thiểu là 1 năm, thời gian đầu tư đối với nhà đầu tư chiến lược là 3 năm.
- c. Điều kiện chào bán cổ phiếu riêng lẻ tại Việt Nam là tổ chức phát hành phải là công ty cổ phần và đáp ứng các yêu cầu sau:
 - Tổ chức phát hành đã thành lập ít nhất 1 năm và đã nộp báo cáo tài chính ít nhất 1 năm;

- Tổ chức phát hành không có nợ quá hạn;
 - Tổ chức phát hành không bị đình chỉ hoặc ngừng giao dịch cổ phiếu của mình;
 - Tổ chức phát hành không bị đình chỉ hoặc thu hồi giấy phép kinh doanh;
 - Tổ chức phát hành không có hồ sơ vi phạm pháp luật chứng khoán.
- d. Thủ tục chào bán cổ phiếu riêng lẻ tại Việt Nam có nghĩa là tổ chức phát hành phải nộp hồ sơ đăng ký cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam (SSC), và sau khi được UBCKNN chấp thuận, cung cấp cho nhà đầu tư bản cáo bạch và các tài liệu liên quan khác.
- e. Việc hạn chế phát hành cổ phiếu riêng lẻ tại Việt Nam có nghĩa là tổ chức phát hành phải tuân thủ các quy định sau:
- Tổ chức phát hành không được thực hiện đồng thời nhiều đợt chào bán riêng lẻ;
 - Tổ chức phát hành không được đồng thời thực hiện chào bán riêng lẻ và các hình thức phát hành chứng khoán khác;
 - Tổ chức phát hành không thể đồng thời tiến hành chào bán riêng lẻ và mua lại cổ phiếu của chính mình;
 - Tổ chức phát hành không thể đồng thời thực hiện chào bán riêng lẻ và chia cổ tức;
 - Tổ chức phát hành không thể đồng thời thực hiện chào bán riêng lẻ và tăng, giảm vốn đăng ký;
 - Tổ chức phát hành không thể thực hiện chào bán riêng lẻ đồng thời chuyển đổi trái phiếu hoặc cổ phần ưu đãi thành cổ phần phổ thông;
 - Tổ chức phát hành không thể thực hiện chào bán riêng lẻ đồng thời thay đổi cơ cấu cổ đông, cơ cấu quản lý.

Bước sang năm 2023, Chính phủ Việt Nam đang đẩy mạnh phát triển thị trường chào bán riêng lẻ để thu hút thêm nhiều nhà đầu tư. Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam vừa ban hành quy định mới cho phép các công ty sử dụng cơ chế định giá mới trong các đợt chào bán riêng lẻ để thu hút thêm nhà đầu tư. Ngoài ra, Chính phủ Việt Nam cũng có kế hoạch đưa ra một loạt chính sách mới trong vài năm tới để thúc đẩy hơn nữa sự phát triển của thị trường chào bán cổ phiếu riêng lẻ.

3. Hiện trạng thị trường huy động vốn tại Việt Nam

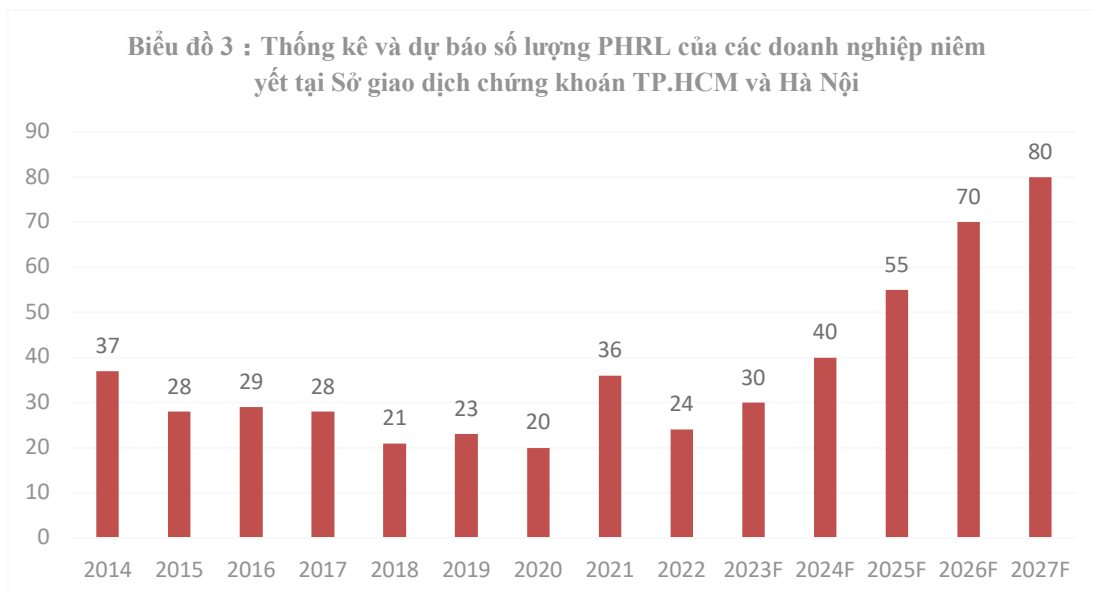
Các kênh tài trợ cho các công ty niêm yết tại Việt Nam chủ yếu là tài trợ bằng trái phiếu, sau đó là vay ngân hàng và phát hành thêm cổ phiếu, được bổ sung bằng các công cụ tài chính khác; và tài trợ bổ sung được chia thành phát hành ra công chúng và phát hành riêng lẻ. Kinh nghiệm phát triển thị trường tài chính của các công ty niêm yết tại Việt Nam có thể tạm chia thành hai giai đoạn:

- Từ năm 2012 đến năm 2020, tài trợ bằng trái phiếu là phương tiện tài trợ chính cho các công ty niêm yết, đến năm 2020, tài trợ bằng trái phiếu đã từng chiếm hơn 80% tổng nguồn tài chính của các công ty niêm yết. Các khoản khác như vay ngân hàng và tài trợ cổ phần bổ sung chỉ chiếm một phần nhỏ.
- Từ năm 2021, do ảnh hưởng của dịch covid-19, môi trường kinh tế bị ảnh hưởng, các công ty gặp khó khăn trong việc phát hành trái phiếu để huy động vốn; ngoài ra, trong năm 2021, một số công ty bất động sản lớn tại Việt Nam đã bị chính phủ giám sát và vỡ nợ trái phiếu, ngân hàng thắt chặt chính sách tài chính và cơ quan quản lý đang xem xét kỹ lưỡng việc phát hành trái phiếu. Dưới ảnh hưởng của các lí do khác nhau, ngày càng có nhiều công ty niêm yết bắt đầu chú ý đến việc tài trợ thông qua phát hành cổ phiếu riêng lẻ để thúc đẩy sự phát triển của công ty.

Trong khi đó, Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam đã ban hành quy định mới cho phép các công ty sử dụng cơ chế định giá mới trong các đợt chào bán riêng lẻ để thu hút nhiều nhà đầu tư hơn. Do đó, chúng tôi có lý do để tin rằng trong vài năm tới, việc huy động vốn bằng phát hành riêng lẻ dự kiến sẽ chiếm tỷ trọng lớn hơn trong tổng quy mô huy động vốn của các công ty niêm yết.

4. Nghiên cứu về thị trường phát hành riêng lẻ của các doanh nghiệp Việt Nam

a. Số lượng dự án phát hành riêng lẻ ổn định, tích lũy nhiều, có nhiều dấu hiệu bùng phát



Nguồn: CafeF, Fiiipro, CSI, Kirin Capital

Trong biểu đồ trên, nhóm nghiên cứu đầu tư của chúng tôi đã thống kê số lượng các thương vụ phát hành riêng lẻ của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch Thành Phố Hồ Chí Minh và sàn giao dịch Hà Nội trong giai đoạn năm 2014-2022, số thương vụ phát hành riêng lẻ mỗi năm tương đối ổn định, đạt khoảng 20-30 thương vụ, chiếm khoảng 3% tổng số lượng các doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn.

Nhìn lại thị trường phát hành riêng lẻ của Trung Quốc, giai đoạn hiện tại của Việt Nam về cơ bản giống với giai đoạn phôi thai của thị trường phát hành riêng lẻ tại Trung Quốc giai đoạn năm 2006 đến 2013. Theo tính toán trong tương lai số thương vụ phát hành riêng lẻ của thị trường Trung Quốc sẽ chiếm 10% tổng số lượng các doanh nghiệp niêm yết. Chúng tôi ước tính một cách thận trọng số lượng các thương vụ phát hành riêng lẻ tại Việt Nam giai đoạn 5 năm tới từ năm 2023-2027F sẽ tăng trưởng kép với tốc độ khoảng 22%/năm, ước tính số lượng các thương vụ phát hành riêng lẻ sẽ đạt 80 vào năm 2027, chiếm khoảng 10% trên tổng số công ty niêm yết tại hai sàn.

b. Quy mô phát hành: Ổn định nhưng có kỳ vọng đột phá

Quy mô phát hành của các công ty niêm yết của Việt Nam tương đối ổn định, theo thống kê trong 9 năm qua, ngoại trừ ảnh hưởng của dịch covid-19 trong năm 2020, lệnh giãn cách xã hội đã làm cho hoạt động thương mại bị thắt chặt, các hoạt động huy động vốn cũng giảm đi, nhưng trong các năm còn lại, mỗi năm quy mô vốn mà các doanh nghiệp huy động được thông qua hình thức phát hành riêng lẻ đã đạt đến 8000 tỉ đồng trở lên, và con số này được bảo toàn tương đối ổn định.

Thời gian	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Số lượng các doanh nghiệp PHRL	37	28	29	28	21	23	20	36	24
Tổng quy mô (1 tỷ đồng)	8819.4	8121.3	9150.2	11388.8	10050	8631	3777.6	17520.5	8296.9
Bình quân quy mô huy động vốn(1 tỷ đồng)	238.362	290.046	315.524	406.743	478.571	375.261	188.88	486.681	345.704

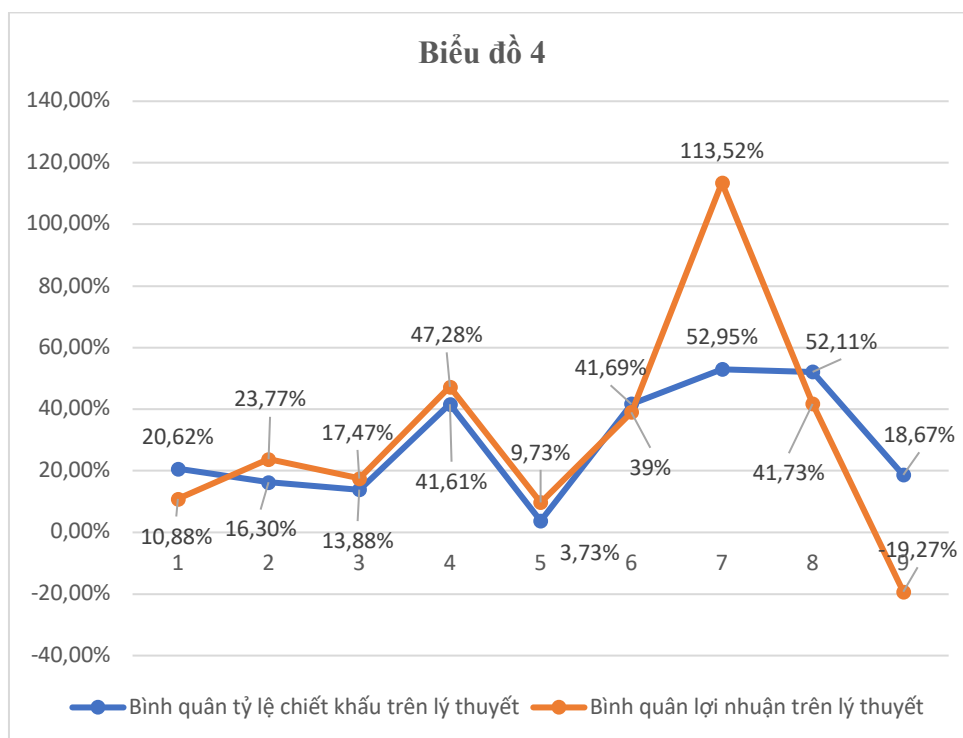
Nguồn: CafeF, Fiinpro, CSI, Kirin Capital

Tuy nhiên, so với tổng tài sản của các công ty niêm yết và quy mô tài chính của các công ty niêm yết, huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu riêng lẻ chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ và còn nhiều dư địa cho sự tăng trưởng trong tương lai.

Nhìn vào quy mô của một đợt phát hành riêng lẻ, mặc dù sau năm 2018, bình quân quy mô phát hành riêng lẻ của từng thương vụ đã có những dao động nhất định, nhưng xét trên tổng thể bình quân quy mô của mỗi thương vụ phát hành riêng lẻ vẫn trên đà xu hướng tăng, 9 năm gần đây bình quân quy mô mỗi thương vụ phát hành riêng lẻ đạt 347 tỉ đồng, nói một cách khách quan vẫn là 1 con số tương đối nhỏ. Tuy nhiên, với sự gia tăng vốn hóa của thị trường chứng khoán Việt Nam, sự phát triển nhanh chóng của nền kinh tế trong nước và nhu cầu tăng vốn của các công ty niêm yết, chúng tôi dự đoán trong tương lai thị trường phát hành riêng lẻ sẽ ngày một mở rộng, trong tương lai, dự kiến sẽ bứt phá quy mô trung bình sẽ đạt nghìn tỷ đồng.

c. Tỷ lệ chiết khấu: Tỷ lệ chiết khấu cao là một nguồn bảo vệ thu nhập quan trọng

Tỷ lệ chiết khấu luôn là một nguồn đảm bảo chính cho nguồn thu nhập từ việc đầu tư vào cổ phiếu phát hành riêng lẻ. Hiện tại, thị trường phát hành cổ phiếu riêng lẻ của Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn phát triển và các quy định pháp luật tương ứng đang được ban hành và dần được hoàn thiện và chuẩn hóa. Tỷ lệ chiết khấu tương đối linh hoạt, có không gian chiết khấu cao.



Nguồn: CafeF, Fiiipro, CSI, Kirin Capital

Theo biểu đồ 4, mặc dù lãi suất chiết khấu bình quân trên lý thuyết dao động theo biến động của thị trường nhưng lãi suất chiết khấu bình quân trên lý thuyết tại hai sàn giao dịch HOSE và HNX của Việt Nam là ổn định và được đảm bảo, nhìn chung tỷ lệ chiết khấu tương đối cao.

d. Tỷ suất sinh lời lý thuyết: Sự lạc quan của tỷ suất sinh lời trở thành một điểm sáng lớn trên thị trường

Như thể hiện trong biểu đồ 5, tỷ suất sinh lợi trung bình trên lý thuyết của đợt chào bán cổ phiếu riêng lẻ của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Hà Nội trong chín năm qua đã được thống kê lại. Theo thống kê thị trường 8 năm đầu tiên đều là lợi nhuận dương và hầu hết thời gian lợi nhuận của các thương vụ phát hành riêng lẻ vượt trội so với chỉ số VN-index. Duy nhất trong năm 2022, dưới sự điều chỉnh lớn sau khi thị trường tăng mạnh trong 2 năm đầu tiên, thị trường ghi nhận lợi suất âm, nhưng so với mức -33,99% của chỉ số VN-index năm đó, tỷ suất sinh lời bình quân trên lý thuyết của các cổ phiếu chào bán riêng lẻ vẫn có sự vượt trội lớn so với chỉ số Vn- Index, điều này cho thấy đầu tư vào các cổ phiếu phát hành riêng lẻ là một cơ hội đầu tư tương đối tốt.

Ngay cả với tỷ suất sinh lợi đáng kể như vậy, theo một quan điểm khác, các quỹ chính trên thị trường Việt Nam chủ yếu là các quỹ chỉ số dạng ETF, và không có quỹ theo chủ đề đầu tư vào các đợt chào bán cổ phiếu riêng lẻ; nhưng với sự phát triển hơn nữa của thị trường, chúng tôi tin chắc rằng ngày càng có nhiều quỹ hoặc nhà đầu tư tổ chức sẽ chú ý đến một thị trường như vậy.

Kết luận

Đối chiếu với sự phát triển của thị trường phát hành riêng lẻ ở Trung Quốc, trước mắt thị trường phát hành riêng lẻ của Việt Nam hiện đang trải qua quá trình từ giai đoạn phôi thai sang giai đoạn phát triển sau gần 10 năm lắng đọng. Cùng với các chính sách hỗ trợ và sự khuyến khích của chính phủ, nhu cầu về vốn ngày càng gia tăng của thị trường, sự phát triển của các doanh nghiệp ưu tú, các yếu tố tiềm năng về lợi nhuận cùng yếu tố ổn định, thị trường phát hành riêng lẻ của Việt Nam sẽ mở ra sự phát triển nhanh chóng trong 5 năm tới, với nhiều cơ hội lớn.

*Giải thích từ ngữ

Phát hành riêng lẻ hoặc phát hành cổ phiếu không công khai: Hành động của một công ty niêm yết phát hành thêm cổ phiếu cho các nhà đầu tư cụ thể theo cách không công khai.

VỀ KIRIN CAPITAL

Kirin Capital là công ty đầu tư cổ phần có trụ sở tại Hà Nội, tập trung vào nghiên cứu và đầu tư tại Việt Nam. Các thành viên chính của công ty có hơn 20 năm kinh nghiệm làm việc trong lĩnh vực tài chính của Trung Quốc và hơn 10 năm kinh nghiệm đầu tư thực tế tại Việt Nam. Công ty chủ yếu đầu tư vào các lĩnh vực như khoa học công nghệ, tiêu dùng, sản xuất, y tế chăm sóc sức khỏe, tài chính và các lĩnh vực khác. Kirin Capital đầu tư vào các doanh nghiệp startup, đầu tư mạo hiểm, đầu tư vốn cổ phần tư nhân, đầu tư vào các doanh nghiệp đang niêm yết theo từng giai đoạn và M&A các doanh nghiệp.

Với tầm nhìn “Know Viet Nam, Love Viet Nam”, bằng kinh nghiệm tài chính phong phú và nguồn lực địa phương, chúng tôi mong muốn trở thành nhà tiên phong dẫn đầu các nhà đầu tư trong và ngoài nước đầu tư vào Việt Nam, và mong muốn các nhà đầu tư có thể chia sẻ lợi ích từ sự phát triển nhanh chóng của khi đầu tư vào thị trường Việt Nam.

Mọi thắc mắc về thị trường Việt Nam, vui lòng liên hệ với chúng tôi:

Trần Văn Khiên: 0971716251 (zalo)

Trần Minh Phương: 0869083297 (zalo)

Bùi Minh Ngọc: 0969197628 (zalo)