

**QUAN TRỌNG:** Khi khai thác hợp pháp các thông tin tại đây, độc giả phải nhắc tới chúng tôi bằng tên nhãn hiệu tiếng Anh là “Vietnam Investors Service” (trong bản tiếng Anh và tiếng Việt) và ghi chú rằng “**Các nhận định, số liệu, thống kê hoặc các quan điểm khác của Vietnam Investors Service trong tài liệu này không dựa trên kết quả xếp hạng tín nhiệm tổ chức phát hành hoặc công cụ nợ. Vietnam Investors Service đang xin giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh dịch vụ xếp hạng tín nhiệm và chưa triển khai hoạt động xếp hạng tín nhiệm**”.

#### LIÊN HỆ

Simon Chen, CFA  
Tổng Giám đốc

Nguyễn Hoàng Công  
Giám đốc

Phan Thị Vân Anh  
Giám đốc



## Góc nhìn Thị trường Trái phiếu Doanh nghiệp

# Quy định mới sẽ định hướng trái phiếu doanh nghiệp tăng trưởng ổn định, nhưng trái phiếu phát hành mới có thể giảm cho đến nửa cuối năm 2023

Quy định mới về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ ('Nghị định số 65') ngày 16 tháng 9 năm 2022 được ban hành sau nhiều tháng tham khảo ý kiến của các bên tham gia thị trường với nhiều dự đoán về bổ sung, sửa đổi điều kiện đối với phát hành trái phiếu riêng lẻ.

**Nghị định số 65 là bước tiến lớn và quan trọng nhằm tăng cường kỷ luật thị trường, nâng cao chất lượng phát hành trái phiếu và khôi phục niềm tin của nhà đầu tư vào thị trường phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ đang phát triển nhanh chóng.** Quy định mới buộc doanh nghiệp phát hành và tổ chức cung cấp dịch vụ trung gian phải công bố đầy đủ và kịp thời thông tin đợt chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ, đồng thời quy định trách nhiệm và nghĩa vụ pháp lý đối với tổ chức phát hành và tổ chức cung cấp dịch vụ trung gian.

Ngoài việc được cung cấp nhiều thông tin hơn, nhà đầu tư sẽ được hưởng lợi khi minh bạch hơn về các quyền hợp pháp và nắm rõ hơn rủi ro đầu tư. Trái chủ có quyền yêu cầu doanh nghiệp phát hành vi phạm quy định mua lại trái phiếu và minh bạch hơn về quyền hợp pháp của trái chủ đối với tài sản đảm bảo. Nhà đầu tư cá nhân sẽ cần phải tự xác nhận đủ tư cách nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, hiểu rõ hồ sơ cung cấp thông tin của doanh nghiệp phát hành và rủi ro đầu tư. Nâng cao nhận thức về rủi ro trong đầu tư và hiểu biết về các thông tin công bố của tổ chức phát hành là những biện pháp quan trọng để bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư.

**Thị trường cần điều chỉnh theo quy định mới và các điều kiện tài chính thắt chặt hơn sẽ trì hoãn trái phiếu phát hành phục hồi rõ nét sang nửa cuối năm 2023. Thị trường phát hành trái phiếu ra công chúng vẫn ổn định và có thể đóng vai trò kết nối doanh nghiệp phát hành với đông đảo nhà đầu tư hơn.** Quy định mới hướng nhà đầu tư cá nhân chuyển dịch sang thị trường phát hành trái phiếu ra công chúng có hành lang pháp lý phát triển hơn và tính minh bạch thông tin cao hơn để bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư.

Sẽ có 62 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn trong hai tháng cuối năm 2022, chủ yếu rơi vào tháng 12. So với trái phiếu doanh nghiệp phát hành bởi các tổ chức tài chính, trái phiếu doanh nghiệp phát hành bởi các doanh nghiệp phi tài chính thường có đòn bẩy tài chính cao hơn và có nhu cầu cơ cấu lại nợ đến hạn nhiều hơn. Trừ khi có sự chấp thuận của trái chủ về việc cơ cấu lại trái phiếu đáo hạn, các doanh nghiệp phát hành sử dụng đòn bẩy tài chính cao có thể cần hỗ trợ của công ty liên quan hoặc bên cho vay khác để thanh toán trái phiếu đáo hạn.

## Nghị định số 65 là bước tiến lớn và quan trọng nhằm tăng cường kỷ luật thị trường, nâng cao chất lượng phát hành trái phiếu và khôi phục niềm tin của nhà đầu tư vào thị trường phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ đang phát triển nhanh chóng.

Quy định mới về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ ('Nghị định số 65') ngày 16 tháng 9 năm 2022 được ban hành sau nhiều tháng tham khảo ý kiến của các bên tham gia thị trường. Nghị định số 65 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 153 có hiệu lực từ tháng 1 năm 2021 về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế. Biểu đồ 1 tóm tắt những thay đổi chính theo Nghị định số 65.

### Biểu đồ 1

#### Những cải tiến nổi bật về hành lang pháp lý theo Nghị định số 65

	Tính minh bạch	Trách nhiệm
 <p><b>Tổ chức phát hành</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>» Nêu rõ mục đích phát hành trái phiếu, chi tiết chương trình/dự án đầu tư/khoản nợ được cơ cấu lại của tổ chức phát hành</li> <li>» Đối với trái phiếu có bảo đảm: Cung cấp thông tin chi tiết về tài sản đảm bảo (loại tài sản, định giá, tình trạng pháp lý, đăng ký biện pháp bảo đảm, thứ tự ưu tiên thanh toán của trái chủ, v.v.)</li> <li>» Công bố danh sách mở rộng các chỉ số tài chính về cơ cấu vốn của tổ chức phát hành, dư nợ và trái phiếu, khả năng thanh khoản và tỷ suất sinh lời</li> <li>» Công bố bất kỳ vi phạm quy định nào trước khi phát hành trái phiếu; xử phạt hành chính do vi phạm pháp luật có liên quan</li> <li>» Công bố các thay đổi đối với điều khoản trái phiếu, đại diện người sở hữu trái phiếu; mua lại trái phiếu bắt buộc</li> <li>» Cung cấp kế hoạch sử dụng vốn tạm thời nhàn rỗi từ trái phiếu</li> <li>» Công bố kết quả chào bán cho trái chủ và Sở Giao dịch Chứng khoán trong thời hạn 5 ngày (rút ngắn so với trước đây là 10 ngày); cập nhật về tình trạng tài chính của tổ chức phát hành giữa các đợt chào bán</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>» Tài liệu chứng minh về việc thanh toán đủ các khoản trả nợ trái phiếu trước đó</li> <li>» Đưa ra đánh giá về tình trạng tài chính và khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn</li> <li>» Báo cáo kiểm toán nửa năm và hàng năm về tình hình sử dụng vốn thu được đối với trái phiếu đang lưu hành</li> <li>» Báo cáo về việc thực hiện các cam kết với trái chủ</li> <li>» Có xác nhận của ngân hàng về việc mở tài khoản và nhận đủ tiền từ đợt phát hành trái phiếu; văn bản xác nhận của các tổ chức bảo lãnh và đại lý phát hành về việc chuyển tiền thu được từ chào bán trái phiếu vào tài khoản của tổ chức phát hành</li> <li>» Được xếp hạng tín nhiệm và công bố kết quả xếp hạng tín nhiệm (nếu có); yêu cầu giống như phát hành trái phiếu ra công chúng</li> </ul>
 <p><b>Các tổ chức cung cấp dịch vụ</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>» Đại diện người sở hữu trái phiếu báo cáo Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN), Sở Giao dịch Chứng khoán định kỳ hàng quý, hàng năm và khi phát hiện tổ chức phát hành có hành vi vi phạm</li> <li>» Các ngân hàng được phép kinh doanh dịch vụ đại lý phát hành báo cáo Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</li> <li>» Tổng công ty lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam (VSDC) báo cáo UBCKNN về việc đăng ký, lưu ký, chuyển quyền sở hữu và cơ cấu nhà đầu tư trái phiếu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>» Không phải là người có liên quan của tổ chức phát hành</li> <li>» Phải chịu trách nhiệm pháp lý về việc cung cấp dịch vụ của mình; nếu vi phạm sẽ bị xử phạt hành chính hoặc truy cứu trách nhiệm hình sự</li> <li>» Đại diện người sở hữu trái phiếu phải ký kết hợp đồng dịch vụ với tổ chức phát hành đối với trái phiếu bán cho nhà đầu tư cá nhân</li> <li>» Tư vấn hồ sơ chào bán trái phiếu: xác nhận điều kiện chào bán và hồ sơ chào bán trái phiếu đáp ứng đầy đủ các yêu cầu pháp lý có liên quan trước khi chào bán trái phiếu; không cung cấp thông tin sai sự thật hoặc gây hiểu lầm</li> <li>» Tổ chức cung cấp dịch vụ đấu thầu, bảo lãnh, đại lý phát hành: chỉ phân phối trái phiếu cho các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp đủ điều kiện đã được xác nhận tư cách; ; không cung cấp thông tin sai sự thật hoặc gây hiểu lầm cho nhà đầu tư; xác nhận việc chuyển tiền thu được chào bán trái phiếu vào tài khoản của tổ chức phát hành</li> </ul>
 <p><b>Cơ quan quản lý và nhà nước</b></p>	<p><b>Sở Giao dịch chứng khoán</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>» Đảm bảo việc công bố thông tin và báo cáo đầy đủ và kịp thời của các tổ chức phát hành, tổ chức đấu thầu, bảo lãnh, đại lý phát hành</li> <li>» Công bố thêm thông tin về phát hành trái phiếu doanh nghiệp, bao gồm các chỉ số tài chính của tổ chức phát hành trái phiếu, công bố thông tin bất thường, kết quả xếp hạng tín nhiệm của tổ chức phát hành, tổ chức phát hành không hoàn thành nghĩa vụ trả nợ trái phiếu hoặc các cam kết khác với người sở hữu trái phiếu như sử dụng vốn trái phiếu vào các mục đích quy định, mua lại trái phiếu bắt buộc</li> </ul>	<p><b>Ủy ban chứng khoán nhà nước</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>» Quản lý nhà nước liên quan đến tiếp nhận, báo cáo và công bố thông tin trên Sở giao dịch chứng khoán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp</li> <li>» Giám sát việc đăng ký, lưu ký, thanh toán và chuyển quyền sở hữu của VSDC</li> <li>» Giám sát các dịch vụ do công ty chứng khoán cung cấp</li> <li>» Thanh tra Sở Giao dịch Chứng khoán, VSDC, tổ chức cung cấp dịch vụ và tổ chức phát hành trong trường hợp vi phạm pháp luật có liên quan</li> </ul> <p><b>Ngân hàng Nhà nước Việt Nam</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>» Giám sát các ngân hàng được cấp phép cung cấp dịch vụ đại lý phát hành</li> </ul> <p><b>Bộ Tài chính</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>» Giám sát các nhà cung cấp dịch vụ kiểm toán và định giá liên quan đến các đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ</li> </ul> <p><b>Các Bộ và Cơ quan Quản lý có liên quan</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>» Kiểm tra, giám sát việc chào bán, giao dịch và cung cấp các dịch vụ liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp</li> </ul>

Nguồn: Bộ Tài chính, Vietnam Investors Service

Theo Nghị định số 65, doanh nghiệp phát hành trái phiếu riêng lẻ cần công bố thông tin theo chuẩn mực và thích hợp với đợt phát hành trái phiếu riêng lẻ cho các nhà đầu tư một cách kịp thời trong suốt thời hạn của trái phiếu. Yêu cầu này sẽ giải quyết tình trạng thông tin thiếu rõ ràng trên thị trường phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ. Đặc biệt, Nghị định số 65 quy định doanh nghiệp phát hành phải đánh giá tính khả thi của các kế hoạch tài chính khi phát hành trái phiếu, chịu trách nhiệm về tính hợp pháp và chính xác của các thông tin liên quan đến việc phát hành cho nhà đầu tư, việc sử dụng tiền thu được từ trái phiếu và việc hoàn trả các khoản tiền đã vay.

Nghị định số 65 cũng củng cố vai trò và trách nhiệm của các công ty cung cấp dịch vụ trung gian trong phát hành trái phiếu, nghĩa vụ pháp lý và các hình thức xử lý vi phạm. Ngoài ra, Nghị định số 65 tăng cường khung giám sát cho các cơ quan quản lý nhà nước để quản lý các tổ chức và công ty cung cấp dịch vụ trung gian.

Nghị định số 65 là bước tiến lớn và quan trọng nhằm tăng cường trách nhiệm giữa các bên liên quan trong việc chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ, nâng cao tính minh bạch thông tin và chất lượng trái phiếu, đồng thời khôi phục niềm tin vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ đang phát triển nhanh chóng và là kênh huy động vốn tin cậy cho các doanh nghiệp.

Việc cơ quan điều tra Việt Nam thực hiện khởi tố các vụ án gần đây liên quan cáo buộc về tội “lừa đảo chiếm đoạt tài sản” đối với nhóm các công ty liên quan đến Tập đoàn Tân Hoàng Minh và Công Ty Cổ Phần Tập đoàn Vạn Thịnh Phát cho thấy các bên liên quan thiếu cẩn trọng và thiếu thông tin để đánh giá rủi ro doanh nghiệp phát hành và rủi ro đầu tư. Ngoài ra, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã xử phạt nhiều công ty chứng khoán do công bố thiếu hoặc sai thông tin trong hồ sơ chào bán trái phiếu vào tháng 9 năm 2022.




Các diễn biến trên xuất hiện sau thời kỳ thị trường trái phiếu doanh nghiệp tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2020 và các cơ quan quản lý nhà nước ngày càng lo ngại trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ đã bị phân phối sai cho các nhà đầu tư cá nhân chưa hiểu rõ rủi ro khi đầu tư trái phiếu doanh nghiệp.

### **Ngoài việc được cung cấp nhiều thông tin hơn, nhà đầu tư sẽ được hưởng lợi khi minh bạch hơn về các quyền hợp pháp và nắm rõ hơn rủi ro đầu tư.**

Nghị định số 65 giúp tăng cường các biện pháp bảo vệ pháp lý cho trái chủ và phát triển thể chế thị trường trái phiếu giúp nhà đầu tư tiềm năng có thể đưa ra quyết định đầu tư sáng suốt hơn.

#### **Biểu đồ 2**

#### **Nghị định số 65 tăng cường các quyền và biện pháp bảo vệ cho trái chủ**

Hạng mục	Chi tiết
 <b>Quyền hợp pháp</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>» Người mua trái phiếu có quyền tiếp cận đầy đủ thông tin trước khi đầu tư từ tổ chức phát hành và tổ chức phân phối trái phiếu</li> <li>» Nghị quyết của trái chủ phải được ít nhất 65% số phiếu tán thành, bao gồm cả những thay đổi về điều khoản trái phiếu</li> <li>» Đại diện người sở hữu trái phiếu phải được chỉ định để đại diện cho quyền và lợi ích của trái chủ; có thể được thay thế nếu được người sở hữu trái phiếu đại diện ≥ 65% tổng số trái phiếu chấp thuận</li> <li>» Bắt buộc mua lại nếu tổ chức phát hành vi phạm hoặc không thực hiện đúng phương án phát hành và không khắc phục được vi phạm; Hoặc người sở hữu trái phiếu đại diện ≥ 65% tổng số trái phiếu không chấp thuận các biện pháp xử lý</li> </ul>
 <b>Thanh toán trái phiếu</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>» Thời gian phân phối trái phiếu cho nhà đầu tư không vượt quá 30 ngày (trước đây là 90 ngày) kể từ ngày công bố thông tin</li> <li>» Tổng thời gian chào bán trái phiếu thành nhiều đợt không quá 6 tháng (trước đây là 12 tháng)</li> <li>» Trái phiếu phải được đăng ký và lưu ký tại Tổng công ty lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam trước khi giao dịch, chuyển quyền sở hữu</li> </ul>
 <b>Hiểu rõ rủi ro</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>» Tiêu chí năng lực cao hơn đối với nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp: Nắm giữ danh mục đầu tư ≥ 2 tỷ đồng trong thời gian tối thiểu 6 tháng</li> <li>» Nhà đầu tư tự ký xác nhận việc tuân thủ các quy định của Nghị định, tự chịu trách nhiệm đầu tư</li> <li>» Mệnh giá trái phiếu tăng từ 100.000 đồng lên 100 triệu đồng</li> <li>» Nhà đầu tư trái phiếu không được phép bán trái phiếu hoặc cùng góp vốn đầu tư vào trái phiếu với các nhà đầu tư không phải là nhà đầu tư chuyên nghiệp</li> </ul>

Nguồn: Bộ Tài chính, Vietnam Investors Service

Theo Nghị định số 65, người sở hữu trái phiếu có quyền yêu cầu doanh nghiệp phát hành mua lại trái phiếu nếu doanh nghiệp phát hành vi phạm quy định hoặc không thực hiện đầy đủ cam kết theo kế hoạch phát hành. Người sở hữu trái phiếu sẽ được tiếp cận với nhiều thông tin hơn để đánh giá và giám sát rủi ro đầu tư, bao gồm các quyền lợi hợp pháp đối với tài sản đảm bảo.

Trái chủ cũng có thể tham khảo các tài liệu hồ sơ chào bán trái phiếu từ doanh nghiệp phát hành và các tổ chức cung

cấp dịch vụ trung gian – bao gồm đại diện người sở hữu trái phiếu, tổ chức tư vấn về hồ sơ chào bán trái phiếu, tổ chức đấu thầu, bảo lãnh, đại lý phát hành trái phiếu, đại lý quản lý tài sản bảo đảm, v.v - để đảm bảo doanh nghiệp phát hành trái phiếu tuân thủ các yêu cầu theo quy định của pháp luật.

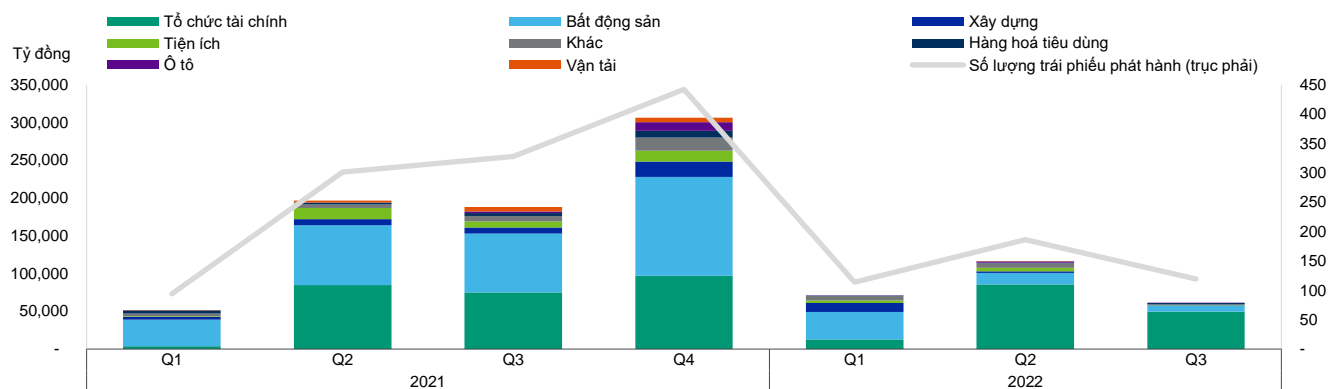
Các nhà đầu tư trái phiếu cá nhân chuyên nghiệp cần tự xác nhận đủ điều kiện đầu tư và hiểu rõ thông tin về trái phiếu và rủi ro đầu tư. Đây là một biện pháp bảo vệ quan trọng giúp nhà đầu tư nâng cao nhận thức và tận dụng tất cả thông tin trước khi quyết định đầu tư. Đối với trái phiếu yêu cầu xếp hạng tín nhiệm, nhà đầu tư có thể sử dụng kết quả xếp hạng tín nhiệm để đánh giá rủi ro tương ứng, có phù hợp với khả năng chấp nhận rủi ro và lợi tức có tương xứng với rủi ro hay không.

**Thị trường cần điều chỉnh theo quy định mới và các điều kiện tài chính thắt chặt hơn sẽ trì hoãn trái phiếu phát hành phục hồi rõ nét sang nửa cuối năm 2023. Thị trường phát hành trái phiếu ra công chúng vẫn ổn định và có thể đóng vai trò kết nối doanh nghiệp phát hành với đông đảo nhà đầu tư hơn.**

Trong 9 tháng đầu năm 2022, trái phiếu phát hành mới giảm mạnh, một phần do thị trường cầm chừng trước khi Nghị định số 65 ban hành và tâm lý e ngại rủi ro xuất phát từ các vụ việc hình sự và pháp lý liên quan đến các doanh nghiệp phát hành và các công ty cung cấp dịch vụ. Điểm quan ngại chính hiện nay đối với các doanh nghiệp cần nguồn vốn mới hoặc tái cấu trúc nợ là tình hình thanh khoản trên thị trường trái phiếu sơ cấp.

### Biểu đồ 3

**Tổng trái phiếu phát hành trong năm 2022 giảm mạnh so với cùng kỳ**



Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

Trong bối cảnh lãi suất và chi phí tài chính tăng có thể sẽ cản trở kế hoạch phát hành trái phiếu, doanh nghiệp phát hành và các công ty cung cấp dịch vụ sẽ cần điều chỉnh khi chi phí quản lý và tuân thủ tăng thêm và lộ trình phát hành trái phiếu riêng lẻ kéo dài hơn. Dự kiến, sớm nhất từ nửa cuối năm 2023, trái phiếu phát hành mới có thể phục hồi rõ nét.

Nghị định số 65 thu hẹp cách biệt về hồ sơ yêu cầu giữa phát hành trái phiếu ra công chúng và riêng lẻ. Nghị định số 65 cũng hướng nhà đầu tư cá nhân tham gia thị trường trái phiếu công chúng có khuôn khổ phát hành và giám sát phát triển hơn, theo đó sẽ bảo vệ tốt hơn nhà đầu tư.

Chúng tôi kỳ vọng sẽ có thêm doanh nghiệp phát hành chuyển sang huy động vốn trên thị trường trái phiếu công chúng để tiếp cận các nhà đầu tư cá nhân có nhu cầu lớn đối với trái phiếu có lợi suất cao.

Theo số liệu của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, nhà đầu tư cá nhân là một trong số các nhóm nhà đầu tư lớn nhất trên thị trường trái phiếu, nắm giữ 31% tổng lượng trái phiếu phân phối trên thị trường thứ cấp trong 9 tháng đầu năm 2022, đứng thứ hai chỉ sau các tổ chức tín dụng (44%). Do tích lũy cá nhân tăng lên theo mức thu nhập, nhu cầu trái phiếu phát hành ra công chúng của nhà đầu tư cá nhân sẽ tăng lên theo thời gian.

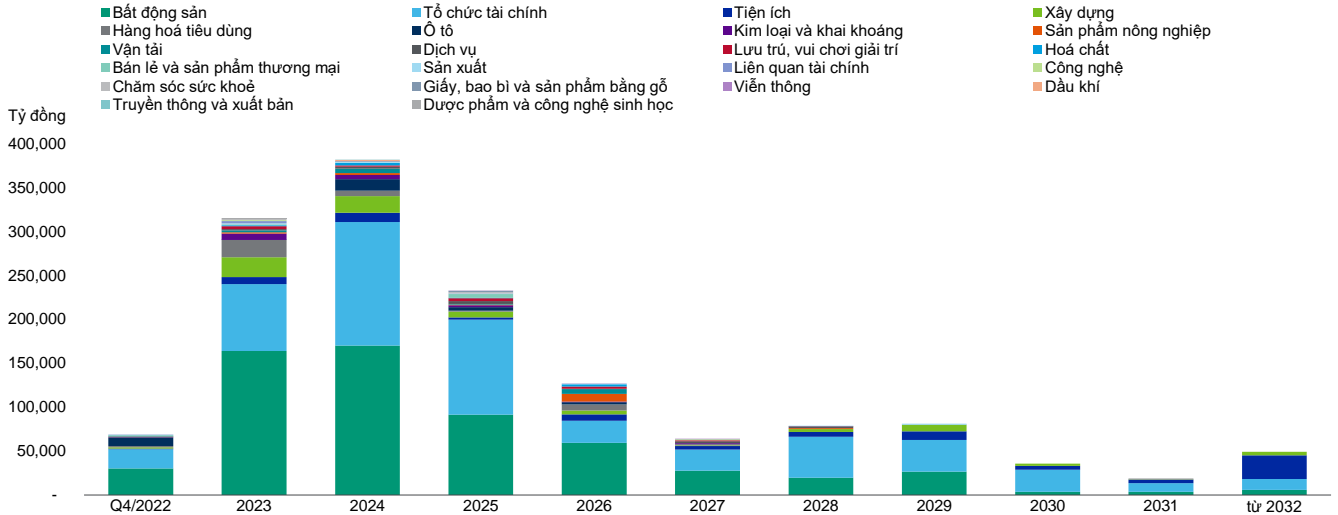
**62 nghìn tỷ trái phiếu doanh nghiệp sẽ đáo hạn trong hai tháng cuối năm 2022 và chủ yếu là trong tháng 12. So với tổ chức tài chính, các doanh nghiệp phi tài chính có đòn bẩy nợ cao sẽ đối mặt với nhu cầu cơ cấu lại nợ đến hạn cao hơn.**

Tổng cộng có khoảng 62 nghìn tỷ trái phiếu của hơn 70 doanh nghiệp phát hành sẽ đáo hạn trong tháng 11 và tháng 12

năm 2022. Quy mô đáo hạn sẽ tăng trong hai năm tiếp theo (Biểu đồ 4), theo đó ngày càng nhiều doanh nghiệp phát hành cần thu xếp dòng tiền để thanh toán trái phiếu đáo hạn hoặc lên kế hoạch tìm nguồn tái cấp vốn trước khi trái phiếu đáo hạn. Khoảng 80% trái phiếu đáo hạn trong năm 2023 – 2024 do tổ chức tài chính và doanh nghiệp bất động sản phát hành riêng lẻ trong 3 năm gần đây với kỳ hạn phổ biến là từ 1 đến 3 năm.

**Biểu đồ 4**

**Dư nợ trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn sẽ tăng và đạt đỉnh vào năm 2024**



Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

Chúng tôi kỳ vọng rủi ro tái cấp vốn sẽ vẫn tăng lên ít nhất cho đến cuối năm nay. Điều kiện tài chính thắt chặt hơn và tâm lý e ngại rủi ro tăng cao sẽ tạo ra thách thức cho các doanh nghiệp trong việc tiếp cận vốn trên thị trường trái phiếu sơ cấp.

Gần đây, một số doanh nghiệp phát hành trái phiếu đã thông báo cho các trái chủ về dự kiến hoãn trả lãi hoặc nợ gốc cho trái phiếu sắp đáo hạn. Chúng tôi cho rằng hiện tượng này sẽ lặp lại và cần theo dõi khi ngày càng nhiều trái phiếu đến hạn trả nợ gốc trong vài quý tới.

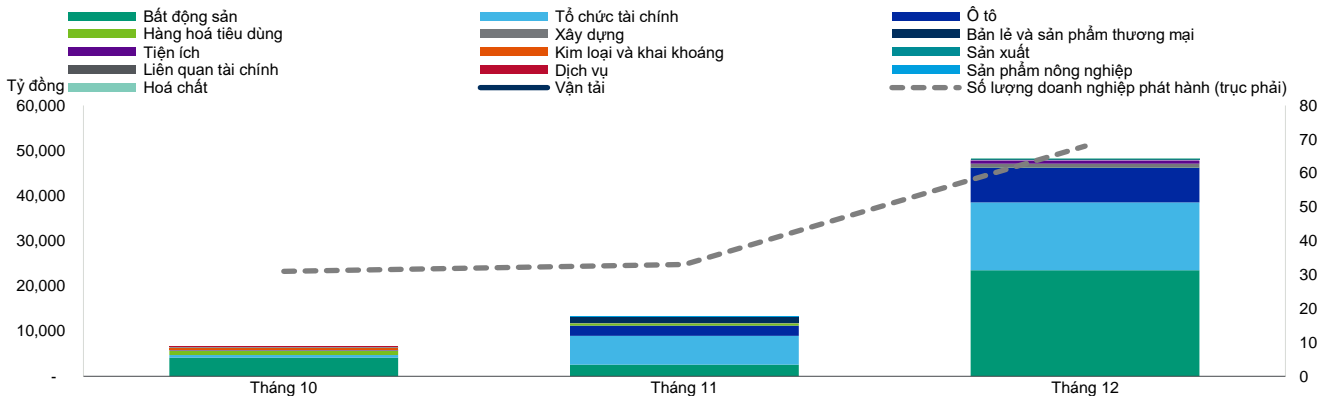
Trong số các doanh nghiệp có trái phiếu đáo hạn vào tháng 11 và tháng 12 năm nay, khoảng ¼ là tổ chức tài chính, bao gồm ngân hàng, công ty tài chính và công ty chứng khoán, còn lại chủ yếu là doanh nghiệp bất động sản.

**Doanh nghiệp phi tài chính**

Chúng tôi dự báo doanh nghiệp phát hành sẽ gặp khó khăn hơn trong việc cơ cấu lại nợ do thanh khoản thị trường eo hẹp và thời điểm đáo hạn trái phiếu chủ yếu rơi vào tháng 12 năm nay.

**Biểu đồ 5**

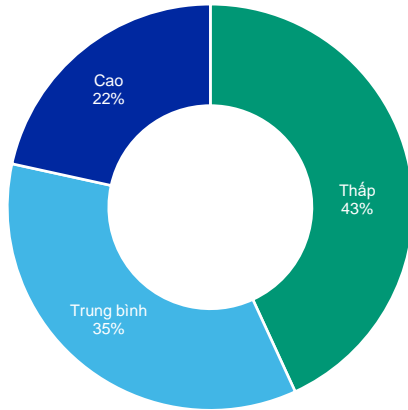
**Trái phiếu đáo hạn tập trung vào tháng 12/2022**



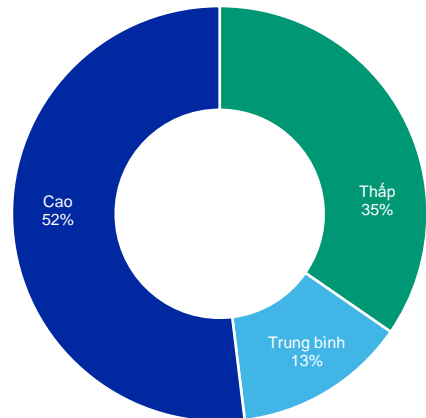
Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service



Đối với các doanh nghiệp phi tài chính có trái phiếu dư nợ đáo hạn tháng 11 và tháng 12 năm nay, chúng tôi đánh giá số lượng các doanh nghiệp có mức độ đòn bẩy tài chính cao chiếm tỷ trọng đáng kể (xem Biểu đồ 6 và 7). Trong đó, chúng tôi phân loại nhóm doanh nghiệp đòn bẩy tài chính cao là nhóm có tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu bằng hoặc cao hơn 4 lần và/hoặc tỷ lệ Nợ/EBITDA bằng hoặc cao hơn 7 lần. Phần lớn doanh nghiệp có đòn bẩy cao là do phát hành trái phiếu trong vòng ba năm qua. Đối với một số doanh nghiệp, quy mô phát hành vượt nhiều so với mức vốn chủ sở hữu.

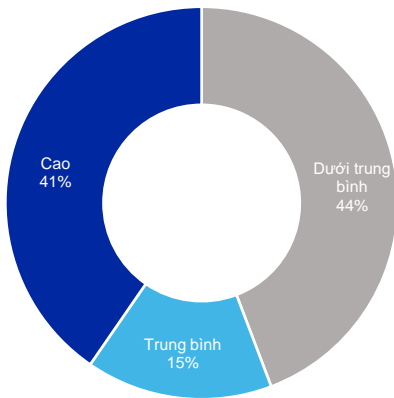
**Biểu đồ 6****Nợ/Vốn chủ sở hữu****Tỷ trọng theo số lượng doanh nghiệp**

Nguồn: Vietnam Investors Service

**Biểu đồ 7****Nợ/EBITDA****Tỷ trọng theo số lượng doanh nghiệp**

Nguồn: Vietnam Investors Service

Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp này sẽ gặp nhiều thách thức trong việc tái cấu trúc trái phiếu đáo hạn theo Nghị định số 65, và theo đó cần dựa vào dòng tiền và nguồn lực hiện có (xem Biểu đồ 8) hoặc hỗ trợ tài chính từ các bên cấp tín dụng khác hoặc công ty liên quan để thanh toán trái phiếu.

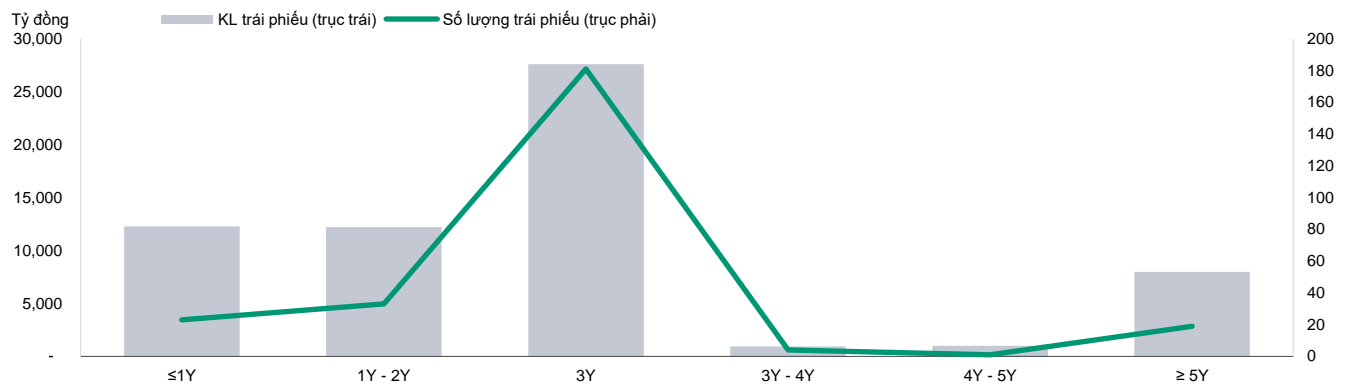
**Biểu đồ 8****Đánh giá nguồn tiền để thanh toán trái phiếu đáo hạn trong tháng 11-12/2022****Tỷ trọng theo số lượng doanh nghiệp**

Nguồn: Vietnam Investors Service

Lưu ý: nguồn tiền thanh toán bao gồm ước tính tiền mặt và dòng tiền hoạt động kinh doanh

Nhiều doanh nghiệp phát hành liên quan đến bất động sản là công ty con và chưa niêm yết của các tập đoàn phát triển bất động sản lớn tại Việt Nam, được thành lập chủ yếu để thực hiện đầu tư và phát triển các dự án bất động sản mới. Đối với các doanh nghiệp này, quá trình phát triển dự án thường cần khoảng năm năm trở lên và việc quản lý dòng tiền trong giai đoạn này là rất quan trọng.

Phần lớn trái phiếu của các doanh nghiệp này phát hành vào năm 2020 – 2021 với kỳ hạn từ 3 năm trở xuống (xem Biểu đồ 9) và sẽ cần cơ cấu lại nợ hoặc tái cấp vốn bằng các nguồn thay thế để phục vụ cho các dự án dài hạn.

**Biểu đồ 9****Phần lớn trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn vào quý 4/2022 có kỳ hạn ≤ 3 năm**

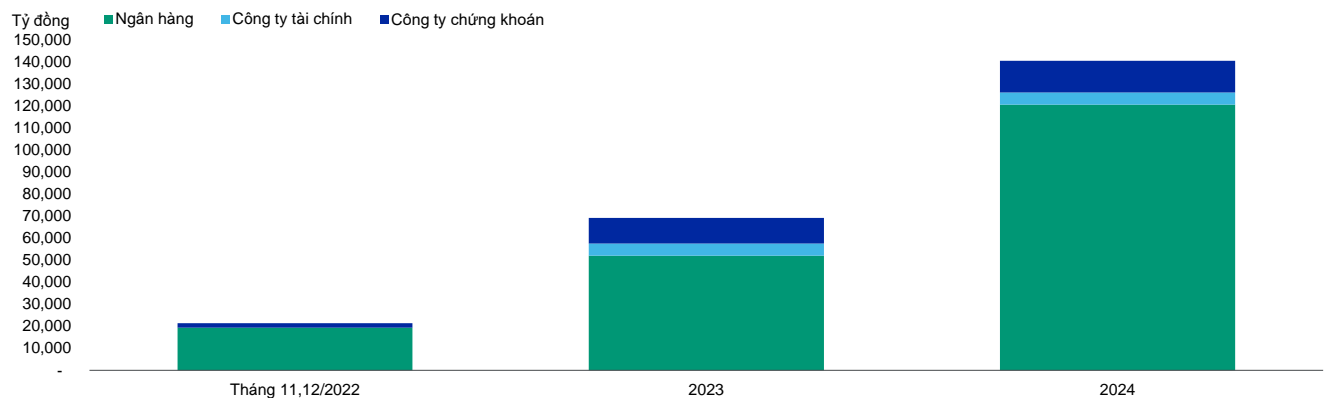
Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

Doanh nghiệp có chính sách tài chính yếu, phụ thuộc vào nguồn tài chính ngắn hạn hoặc khó dự báo dòng tiền sẽ phải đối mặt với rủi ro tái cấp vốn và thách thức thanh khoản tiềm ẩn.

Phần lớn trái phiếu sắp đáo hạn không có tài sản đảm bảo. Mặc dù các doanh nghiệp phát hành có mức độ rủi ro cao, nhưng tỷ trọng lớn trái phiếu liên quan đến bất động sản đã phân phối đến các nhà đầu tư cá nhân trong khi các nhà đầu tư này có thể chưa hiểu đầy đủ về tình hình tài chính hoặc không đánh giá được khả năng trả nợ của doanh nghiệp phát hành.

**Tổ chức tài chính**

Đối với các tổ chức tài chính, tổng giá trị trái phiếu đáo hạn sẽ tăng trong vòng ba năm tới, chủ yếu là của ngân hàng thương mại (xem Biểu đồ 10).

**Biểu đồ 10****Tổng dư nợ trái phiếu đáo hạn của các tổ chức tài chính sẽ tăng**

Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

So với doanh nghiệp phi tài chính, chúng tôi đánh giá rủi ro thanh khoản và tái cấp vốn đối với tổ chức tài chính là có thể kiểm soát được do hoạt động của các tổ chức tài chính được pháp luật điều chỉnh chặt chẽ. Biểu đồ 11 thể hiện trái phiếu đáo hạn trong ba năm tới chiếm chưa đến 10% tổng tài sản của hầu hết các tổ chức tài chính.

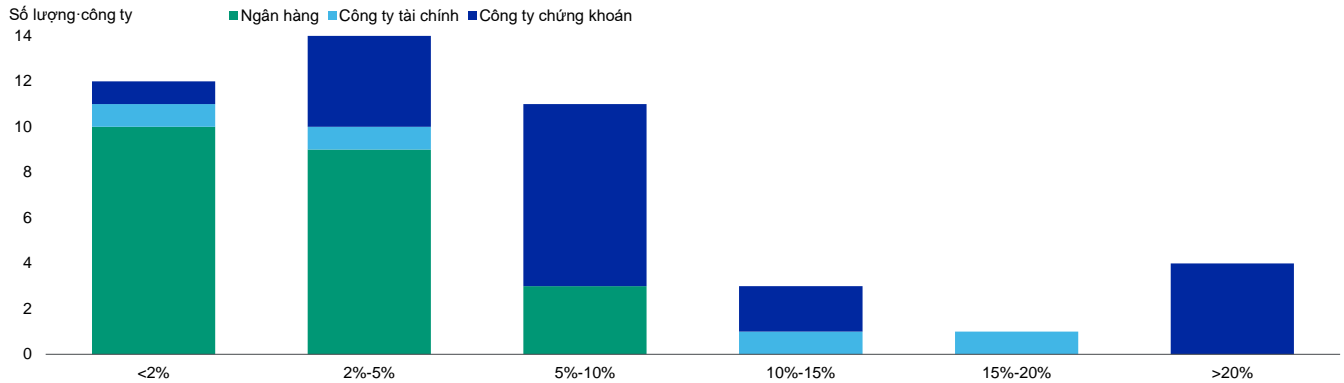
Các ngân hàng thương mại Việt Nam chủ yếu dựa vào nguồn tiền gửi khách hàng, trong khi nguồn huy động từ trái phiếu thường được sử dụng để cân đối kỳ hạn cho các khoản tín dụng trung – dài hạn cũng như bổ sung nguồn vốn. Theo Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, tỷ lệ cho vay/huy động bình quân của hệ thống ngân hàng tại cuối tháng 6/2022 là 82% đối với ngân hàng thương mại nhà nước và 72% đối với ngân hàng thương mại cổ phần và các ngân hàng duy trì đủ tài sản thanh khoản (gồm tiền mặt và trái phiếu chính phủ).

Quy định pháp luật cũng ràng buộc việc ngân hàng sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn. Tại cuối tháng 6/2022, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn là 29% đối với ngân hàng thương mại nhà nước và 27% đối với ngân hàng

thương mại cổ phần, thấp hơn mức quy định là 34%.

### BIỂU ĐỒ 11

#### Phần lớn các tổ chức tài chính có trái phiếu đáo hạn (đến năm 2024) không vượt quá 10% tổng tài sản



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietnam Investors Service

Đối với các công ty chứng khoán, trái phiếu phát hành trong các năm gần đây đã hỗ trợ mở rộng hoạt động trên bảng cân đối của các công ty này qua các mảng như giao dịch và đầu tư tự doanh, cho vay margin. Chỉ trừ một vài công ty nhỏ, phần lớn các công ty chứng khoán còn lại có tổng trái phiếu đáo hạn chiếm chưa đến 10% tổng tài sản và có đủ tài sản thanh khoản để xử lý các vấn đề tái cấp vốn tiềm ẩn.

Công ty có quy mô trái phiếu đáo hạn lớn có thể cần thu hẹp phần nào hoạt động kinh doanh mới và quy mô tài sản nếu không tìm được nguồn vốn mới thay thế cho trái phiếu đáo hạn. Những điều chỉnh này sẽ gia tăng áp lực lên khả năng sinh lời vốn đang suy giảm trong bối cảnh thị trường trái phiếu và cổ phiếu có nhiều xáo trộn. Trong 9 tháng đầu năm 2022, phần lớn các công ty chứng khoán báo cáo doanh thu và thu nhập giảm so với cùng kỳ năm trước.

Xét từ góc độ tài sản, các ngân hàng thương mại và công ty chứng khoán đầu tư khá lớn vào trái phiếu doanh nghiệp có thể tiềm ẩn rủi ro. Theo Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, tại cuối 2021 tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp mà các tổ chức tín dụng nắm giữ là 274 nghìn tỷ đồng, trong đó chủ yếu là các ngân hàng thương mại lớn.

Thông tư 16 áp dụng từ tháng 11/2021 giới hạn hoạt động đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp của tổ chức tín dụng. Trong số 15 ngân hàng thương mại lớn nhất xét theo tổng tài sản, rất ít ngân hàng có trái phiếu doanh nghiệp chiếm hơn 5% tổng số dư cấp tín dụng.

Phần lớn các công ty chứng khoán có mức đầu tư trái phiếu doanh nghiệp không quá 10% tổng tài sản.



**Author: Simon Chen, CFA**

© 2022 VIETNAM INVESTORS SERVICE, đăng ký doanh nghiệp số 010983839192 cấp bởi Sở Kế Hoạch Và Đầu Tư Hà Nội. Đã đăng ký bản quyền.

CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC NẾU TRONG CÁC TÀI LIỆU, SẢN PHẨM, DỊCH VỤ VÀ THÔNG TIN DO VIETNAM INVESTORS SERVICE CÔNG BỐ (GỌI CHUNG LÀ “CÁC ẢN PHẨM”) LÀ DỰA VÀO GÓC NHÌN CỦA CHÚNG TÔI (2) KHÔNG PHẢI LÀ CÁC TUYÊN BỐ VỀ DỮ KIỆN HIỆN TẠI HOẶC QUÁ KHỨ (3) CHỈ NHẪM MỤC ĐÍCH THAM KHẢO VÀ KHÔNG CẤU THÀNH VÀ KHÔNG CUNG CẤP LỜI KHUYÊN ĐẦU TƯ HOẶC TÀI CHÍNH, (4) KHÔNG PHẢI LÀ VÀ KHÔNG CUNG CẤP KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ, GÓP VỐN, MUA, BÁN HOẶC GIỮ BẤT KỲ CÔNG CỤ NỢ HOẶC CÔNG CỤ TÀI CHÍNH CỤ THỂ NÀO VÀ (5) KHÔNG BÌNH LUẬN VỀ TÍNH THÍCH HỢP CỦA VIỆC ĐẦU TƯ CHO BẤT KỲ NHÀ ĐẦU TƯ NÀO. VIETNAM INVESTORS SERVICE ĐƯA RA ĐÁNH GIÁ VÀ CÁC QUAN ĐIỂM VÀ CÔNG BỐ CÁC ẢN PHẨM VỚI KỶ VỌNG VÀ HIỂU BIẾT RẰNG MỖI NHÀ ĐẦU TƯ SẼ, VỚI SỰ QUAN TRỌNG CẦN THIẾT, TỰ NGHIÊN CỨU VÀ ĐÁNH GIÁ VỀ MỖI CHỨNG KHOÁN MÀ HỌ ĐANG XEM XÉT MUA, BÁN HOẶC GIỮ. CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE TRONG ẢN PHẨM NÀY KHÔNG NHẪM ĐƯỢC SỬ DỤNG NHƯ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM THEO NGHỊ ĐỊNH 88/2014 NGÀY 16 THÁNG 9 NĂM 2014 CỦA CHÍNH PHỦ.

CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC, VÀ ẢN PHẨM CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE KHÔNG NHẪM ĐƯỢC SỬ DỤNG BỞI CÁC NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN NGHIỆP VÀ VIỆC NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN NGHIỆP SỬ DỤNG ĐÁNH GIÁ, VÀ CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC HOẶC ẢN PHẨM CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE KHI QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ LÀ KHÔNG QUAN TRỌNG VÀ KHÔNG PHÙ HỢP. NẾU KHÔNG CHẮC CHẮN, VUI LÒNG LIÊN HỆ VỚI CỔ VẤN TÀI CHÍNH HOẶC CỔ VẤN CHUYÊN NGHIỆP KHÁC CỦA BẠN.vi

TẤT CẢ CÁC THÔNG TIN TẠI ĐÂY (BAO GỒM CẢ THÔNG TIN CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE VÀ/HOẶC THÔNG TIN CỦA CÁC BÊN THỨ BA ĐÃ CẤP LI-XĂNG CHO VIETNAM INVESTORS SERVICE ĐỂ TÍCH HỢP THÔNG TIN CỦA BÊN ĐÓ TẠI ĐÂY (“CÁC BÊN CẤP LI-XĂNG”) ĐƯỢC PHÁP LUẬT BẢO VỆ, BAO GỒM NHƯNG KHÔNG GIỚI HẠN QUY ĐỊNH PHÁP LUẬT VỀ QUYỀN TÁC GIẢ, VÀ KHÔNG MỘT THÔNG TIN NÀO, HOẶC MỘT PHẦN HOẶC TOÀN BỘ THÔNG TIN ĐÓ, ĐƯỢC SAO CHÉP, HOẶC BẰNG CÁCH KHÁC TẠO BẢN SAO, ĐÓNG GÓI LẠI, TRUYỀN DẪN, CHUYỂN NHƯỢNG, PHÁT TÁN, PHÂN PHỐI, PHÂN PHỐI LẠI HOẶC BÁN LẠI, HOẶC LƯU TRỮ LẠI ĐỂ SỬ DỤNG VỀ SAU CHO BẤT KỲ MỤC ĐÍCH NÀO NHƯ VỪA NÊU, DƯỚI BẤT KỲ DẠNG NÀO HOẶC CÁCH THỨC NÀO HOẶC PHƯƠNG TIỆN NÀO, BỞI BẤT KỲ NGƯỜI NÀO MÀ KHÔNG CÓ SỰ CHẤP THUẬN TRƯỚC BẰNG VĂN BẢN VÀ/HOẶC LI-XĂNG CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE VÀ/HOẶC CỦA BÊN CẤP LI-XĂNG CHO VIETNAM INVESTORS SERVICE. CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM VÀ ẢN PHẨM KHÁC CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE KHÔNG NHẪM ĐƯỢC SỬ DỤNG BỞI BẤT KỲ BÊN NÀO NHƯ LÀ MỘT TIỂU CHUẨN VÌ KHÁI NIỆM NÀY ĐƯỢC ĐỊNH NGHĨA PHỤC VỤ CHO MỤC ĐÍCH QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC VÀ KHÔNG ĐƯỢC SỬ DỤNG THEO BẤT CỨ CÁCH NÀO MÀ CÓ THỂ DẪN TỚI VIỆC CHÚNG ĐƯỢC XEM NHƯ LÀ CÁC TIỂU CHUẨN.

Tất cả các thông tin được Vietnam Investors Service thu thập từ các nguồn mà Vietnam Investors Service cho rằng chính xác và đáng tin cậy. Tuy nhiên, do có khả năng xảy ra lỗi của con người hoặc máy móc cũng như các yếu tố khác, tất cả các thông tin tại đây được cung cấp trên cơ sở “NGUYÊN TRẠNG” mà không có bảo đảm dưới bất kỳ hình thức nào. Vietnam Investors Service tiến hành tất cả các biện pháp cần thiết để các thông tin chúng tôi sử dụng có chất lượng và từ các nguồn mà Vietnam Investors Service cho rằng đáng tin cậy bao gồm, khi thích hợp, các nguồn từ bên thứ ba độc lập. Tuy nhiên, Vietnam Investors Service không phải là công ty kiểm toán và không thể độc lập xác minh hoặc xác nhận các thông tin nhận được tại mọi thời điểm trong quá trình chuẩn bị các ản Phẩm của mình.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, Vietnam Investors Service và tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng và nhà cung cấp từ chối trách nhiệm đối với bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào đối với bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại gián tiếp, đặc biệt, là hậu quả hoặc là tổn thất, thiệt hại ngẫu nhiên nào phát sinh từ hoặc liên quan tới các thông tin tại đây hoặc việc sử dụng hoặc không có khả năng sử dụng bất kỳ thông tin nào tại đây, ngay cả khi Vietnam Investors Service hoặc tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng hoặc nhà cung cấp của Vietnam Investors Service đã được tư vấn trước về khả năng xảy ra tổn thất hoặc thiệt hại đó, bao gồm nhưng không giới hạn: (a) mất lợi nhuận hiện tại hoặc dự kiến hoặc (b) các tổn thất và thiệt hại phát sinh.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, Vietnam Investors Service và tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng và nhà cung cấp từ chối trách nhiệm đối với bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào đối với bất kể tổn thất hoặc thiệt hại trực tiếp hoặc có tính chất bồi thường gây ra cho bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào, bao gồm nhưng không giới hạn bởi sự bất cẩn (nhưng ngoại trừ gian lận, cố tình làm sai hoặc các loại trách nhiệm khác mà, để tránh hiểu lầm, không thể bị loại trừ theo quy định pháp luật), của, hoặc do bất kỳ sự kiện bất ngờ trong hoặc ngoài khả năng kiểm soát của Vietnam Investors Service, hoặc tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng và nhà cung cấp của Vietnam Investors Service, phát sinh từ hoặc liên quan tới các thông tin tại đây hoặc việc sử dụng hoặc không thể sử dụng các thông tin đó.

KHÔNG CÓ BẤT KỲ BẢO ĐẢM NÀO, DÙ RÕ RÀNG HAY NGỤ Ý, ĐỐI VỚI SỰ CHÍNH XÁC, ĐÚNG THỜI ĐIỂM, TÍNH HOÀN CHỈNH, KHẢ NĂNG THƯƠNG MẠI HOẶC TÍNH PHÙ HỢP CHO BẤT KỲ MỤC ĐÍCH NÀO CỦA BẤT KỲ ĐÁNH GIÁ, QUAN ĐIỂM HOẶC THÔNG TIN KHÁC ĐƯỢC VIETNAM INVESTORS SERVICE ĐƯA RA HOẶC TẠO RA DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC HOẶC CÁCH THỨC NÀO.

VIETNAM INVESTORS SERVICE CÓ THỂ THỰC HIỆN SỬA ĐỔI VÀ/HOẶC THAY ĐỔI ĐỐI VỚI ẢN PHẨM NÀY BẤT CỨ LÚC NÀO, VÌ BẤT CỨ LÝ DO NÀO. TUY NHIÊN, VIETNAM INVESTORS SERVICE KHÔNG CÓ NGHĨA VỤ (CŨNG NHƯ KHÔNG CÓ Ý ĐỊNH) PHẢI BỔ SUNG, CẬP NHẬT HOẶC SỬA ĐỔI CÔNG KHAI TRONG TƯƠNG LAI. BẠN LÀ BÊN CHỊU RỦI RO DUY NHẤT KHI SỬ DỤNG VÀ/HOẶC DỰA VÀO CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC, VÀ ẢN PHẨM CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE.

