

SÓNG CUỐI

SÓNG CUỐI
Đợt sóng cuối cùng của một thế hệ doanh nhân Việt
Bản quyền ©Nguyễn Thế Trung, 2026

Không phần nào trong xuất bản phẩm này được phép sao chép hay phát hành dưới bất kỳ hình thức hoặc phương tiện nào mà không có sự cho phép trước bằng văn bản của tác giả. Chúng tôi luôn mong muốn nhận được những ý kiến đóng góp của quý vị độc giả để sách ngày càng hoàn thiện hơn.

SÓNG CUỐI

ĐỢT SÓNG CUỐI CÙNG CỦA
MỘT THẾ HỆ DOANH NHÂN VIỆT

NGUYỄN THẾ TRUNG



NHÀ XUẤT BẢN
TRI THỨC

*Tặng cha mẹ – những người đã dạy tôi giá trị
của sự bền bỉ và nỗ lực.*

*Tặng vợ tôi – người đã cùng tôi bền bỉ và nỗ lực
trên suốt chặng đường đã đi qua.*

*"Đợt sóng cuối cùng – cơ hội và thách thức
cho một thế hệ doanh nhân Việt."*

Tháng 10 năm 2025, FTSE Russell¹ chính thức công bố nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam lên thị trường mới nổi. Con sóng mà cả một thế hệ chờ đợi không còn là dự báo. Nó đã được xác nhận. Câu hỏi duy nhất còn lại là: Bạn có kịp đứng trên ván lướt hay không?

1. FTSE Russell là một trong ba tổ chức cung cấp và quản lý các chỉ số chứng khoán hàng đầu thế giới (cùng với MSCI và S&P Dow Jones). Tổ chức này trực thuộc Sở Giao dịch Chứng khoán London (LSE).

MỤC LỤC

Lời giới thiệu.....	9
Lời nói đầu	12
Nghị việc CEO, cầm ngân tỷ.....	24
CHƯƠNG 1: Sóng cuối – The Last Wave.....	26
CHƯƠNG 2: Những gì chuyên gia tài chính thực thụ không bao giờ nói cho bạn biết về IPO.....	60
CHƯƠNG 3: Lean là gì và vì sao cần LEAN khi làm IPO?.....	77
CHƯƠNG 4: Phương pháp IPO tinh gọn – The Lean IPO Methodology.....	90
CHƯƠNG 5: Lộ trình IPO tinh gọn – The Lean IPO Approach	121
CHƯƠNG 6: Checklist IPO tinh gọn – 8 trụ cột cho lộ trình tái cấu trúc, chuẩn bị IPO và hậu IPO của “sóng cuối”	151
CHƯƠNG 7: Các vấn đề pháp lý quan trọng cần chuẩn bị để đón sóng cuối	197
CHƯƠNG 8: Công ty chứng khoán – đối tác không thể thiếu khi IPO và làm sao để tối ưu hợp tác với họ.....	216

CHƯƠNG 9:	Các quỹ đầu tư sẽ rót vốn vào những công ty nào?.....	230
CHƯƠNG 10:	Quản lý, phân bổ tài sản và cổ phiếu để tối ưu giá trị cho thế hệ kế thừa	243
CHƯƠNG 11:	Vai trò công ty kiểm toán – và làm sao để kiểm toán không trở thành “ác mộng”	264
CHƯƠNG 12:	Làm sao để cùng công ty tư vấn “lướt” kịp sóng cuối	278
CHƯƠNG 13:	Đón “sóng cuối” trong 24 tháng	292
CHƯƠNG 14:	Hỏi đáp cùng tác giả	341
Lời cuối		324
Lời cảm ơn		327
Về tác giả		329

LỜI GIỚI THIỆU

Mỗi doanh nhân trong hành trình gây dựng cơ nghiệp đều lần lượt phải trả lời một chuỗi câu hỏi. Ban đầu là: làm sao để có khách hàng, làm sao để có doanh thu, làm sao để có lợi nhuận, làm sao để có chỗ đứng trên thị trường. Nhưng đến một thời điểm nào đó, khi doanh nghiệp đã đi qua đủ thăng trầm, câu hỏi lớn hơn bắt đầu hiện ra: làm sao để cơ nghiệp này không dừng lại ở một đời người? Tôi nghĩ *Sóng Cuối* của tác giả Nguyễn Thế Trung được truyền cảm hứng từ chính câu hỏi ấy.

Thoạt nhìn, đây là một cuốn sách về IPO, về thị trường vốn và về cơ hội của doanh nghiệp Việt Nam trong một chu kỳ mới. Nhưng khi đọc kỹ hơn, tôi thấy giá trị sâu nhất của cuốn sách không nằm ở việc kêu gọi doanh nghiệp phải lên sàn. Giá trị của nó nằm ở phương pháp IPO tinh gọn.

IPO tinh gọn, theo tác giả, không đơn giản là làm IPO nhanh hơn hay tiết kiệm hơn. Đó là phương pháp giúp doanh nghiệp làm đúng việc, đúng thứ tự, đúng người, đúng thời điểm và tránh lãng phí nguồn lực. Không phải doanh nghiệp nào cũng cần IPO. Rất nhiều doanh nghiệp SME Việt Nam chưa nên IPO, thậm chí có thể sẽ không bao giờ IPO. Nhưng bất kỳ doanh nghiệp nào muốn đi xa đều phải đối diện với tiêu chuẩn của IPO: tài chính đã đủ minh bạch chưa, pháp lý đã hợp lệ chưa, mô hình kinh doanh có thể mở rộng không, đội ngũ có thể vận hành khi người sáng lập lùi lại không, và tài sản mà người

chủ gây dựng có thể được chuyển giao một cách bền vững hay không. Những câu hỏi ấy không chỉ dành cho doanh nghiệp muốn lên sàn.

Đó là câu hỏi của mọi doanh nghiệp muốn trường tồn. Với những doanh nghiệp đã đủ nền tảng, IPO có thể là một con đường để huy động vốn, tạo thanh khoản, giữ người tài và mở ra một tầng phát triển mới. Với những doanh nghiệp chưa phù hợp IPO, hành trình chuẩn hóa theo tinh thần IPO tinh gọn vẫn có giá trị: giúp họ gọi vốn tốt hơn, M&A tốt hơn, chuyển giao tốt hơn, hoặc đơn giản là trở thành một doanh nghiệp tư nhân chuyên nghiệp và bền vững hơn.

Vì vậy, *Sóng Cuối* không nên được đọc như một lời thúc giục doanh nghiệp phải IPO bằng mọi giá. Theo tôi, đây là một lời nhắc về sự chuẩn bị. Con sóng thị trường vốn sẽ mở ra cơ hội nhưng chỉ những doanh nghiệp có sự chuẩn bị mới có thể tận dụng tốt nhất con sóng đó để vươn xa.

Sóng Cuối, theo nghĩa đẹp nhất, là lời nhắc về sự chuẩn bị ấy.

Hãy chuẩn bị cho doanh nghiệp của mình như thể bạn đang đi qua con sóng cuối cùng.

PGS. TS. Trần Ngọc Mai

Trưởng bộ môn Đầu tư Quốc tế, Khoa Kinh doanh Quốc tế,
Học viện Ngân hàng

Trong nghề quản lý gia sản, chúng tôi đã chứng kiến quá nhiều doanh nhân xây dựng được cơ nghiệp lớn nhưng không kịp đóng gói nó thành di sản. *Sóng Cuối* chạm đúng vào điểm đó: IPO không phải đích đến, mà là công cụ để cấu trúc hóa tài sản, tách bạch sở hữu – điều hành và mở đường cho một cuộc chuyển giao thế hệ có trật tự.

Bùi Văn Huy

Phó Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc,
Công ty Cổ phần Quản lý Tài sản FIDT

LỜI NÓI ĐẦU

Bạn đang cầm trên tay cuốn sách có tên *Sóng Cuối*. Có thể bạn tò mò vì cái tên. Có thể ai đó giới thiệu. Hoặc có thể bạn đang mang trong mình một câu hỏi chưa bao giờ nói ra: Doanh nghiệp của mình có thể đi xa hơn không?

Trước khi bước vào câu chuyện, tôi muốn dành vài phút để chia sẻ với bạn về cuốn sách: cuốn sách này viết về điều gì, ai nên đọc, và nếu cuối cùng bạn không lên sàn, thì những trang giấy này có còn ý nghĩa gì không.

Cuốn sách này thật sự nói về điều gì?

Sóng Cuối không phải một cuốn cẩm nang kỹ thuật. Nó không dạy bạn điền hồ sơ, không liệt kê giấy phép, cũng không đảm bảo rằng IPO là con đường duy nhất.

Cuốn sách này nói về sự chuẩn bị. Về việc nhìn xa hơn bốn bức tường văn phòng để nhận ra rằng doanh nghiệp – cũng giống con người – cần được chuẩn bị để bước ra thế giới lớn hơn.

Nếu gói lại trong một câu: *Sóng Cuối* kể về một cánh cửa đang mở ra cho doanh nghiệp Việt Nam – cánh cửa thị trường vốn – và chỉ cho bạn cách bước qua nhẹ nhàng nhất, tinh gọn nhất. Nhưng quan trọng hơn, nó giúp bạn hiểu vì sao cánh cửa ấy sẽ không mở mãi.

Ai nên đọc?

Nếu bạn là chủ doanh nghiệp, người sáng lập, hoặc người đang gánh trách nhiệm đưa một doanh nghiệp đi tiếp – cuốn sách này viết cho bạn. Bạn không cần hiểu tài chính, không cần biết thuật ngữ chuyên môn. Cuốn sách viết cho những người xây doanh nghiệp bằng mồ hôi, nhưng chưa bao giờ được ai giải thích rõ ràng: thị trường vốn giúp được gì, và liệu mình có cần nó hay không.

Cuốn sách cũng dành cho thế hệ kế thừa – những người con đang chuẩn bị tiếp nhận gia nghiệp – bởi kế thừa không chỉ là đổi tên trên giấy phép. Đó là tiếp nhận một hệ thống, một di sản.

Và nếu bạn đang đồng hành cùng doanh nghiệp – tư vấn, luật sư, kế toán – cuốn sách sẽ cho bạn bức tranh toàn cảnh mà giáo trình đòi hỏi khi không vẽ ra được.

Doanh nghiệp nào phù hợp với IPO?

Không phải doanh nghiệp lớn mới có thể lên sàn. Rất nhiều doanh nghiệp vừa và nhỏ đã làm được – không phải vì quy mô, mà vì họ sẵn sàng.

Doanh nghiệp phù hợp là doanh nghiệp có sản phẩm thật, thị trường thật, câu chuyện tăng trưởng rõ ràng, và người lãnh đạo dám mình bạch. Quan trọng nhất, đó là người chủ sẵn lòng đưa doanh nghiệp ra khỏi vòng tay của mình, để nó lớn hơn bất kỳ cá nhân nào.

Doanh nghiệp nào chưa nên – hoặc không nên?

Nếu bạn vẫn muốn giữ mọi thứ trong tay – mọi quyết định, mọi đồng lợi nhuận – thì con đường này chưa dành cho bạn. Lên sàn đòi hỏi sự chia sẻ: quyền sở hữu, thông tin và trách nhiệm với những người đặt niềm tin vào bạn bằng đồng tiền của họ.

Nếu doanh nghiệp đang khó khăn nghiêm trọng mà nghĩ lên sàn sẽ được “giải cứu” – xin dừng lại. IPO không phải phao cứu sinh. IPO là bệ phóng – và bệ phóng chỉ hoạt động khi nền móng đủ vững.

Cũng có những doanh nghiệp đang kinh doanh tốt nhưng chưa phù hợp về ngành hay quy mô. Không sao. Cuốn sách không ép ai. Nó giúp bạn nhìn lại mình đang ở đâu.

IPO tinh gọn (Lean IPO) là gì?

Hãy hình dung bạn muốn xây nhà. Cách truyền thống là thuê kiến trúc sư nổi tiếng, xây thật hoành tráng, rồi xong mới biết có vừa túi tiền không. Lean IPO thì ngược lại: hiểu rõ mình cần gì, có gì, thiếu gì, rồi xây từng bước, gọn gàng, không lãng phí và luôn điều chỉnh được dọc đường.

Lean nghĩa là tinh gọn. Không phải làm với chi phí thấp. Không phải đi bằng con đường tắt. Mà là làm đúng việc, đúng lúc, đúng mức để doanh nghiệp vừa và nhỏ tiếp cận thị trường vốn mà không cần lật ngược mọi thứ trong một đêm.

Nếu cuối cùng không thể lên sàn, tôi có được lợi ích gì không?

Đây là câu hỏi tôi thích nhất. Câu trả lời: có – rất nhiều giá trị.

Quá trình chuẩn bị – dù bạn có đi đến đích hay không – sẽ buộc bạn làm những điều mọi doanh nghiệp đều cần: tài chính minh bạch, quản trị bài bản, đội ngũ kế thừa sẵn sàng và một câu chuyện rõ ràng về tương lai.

Những doanh nghiệp chuẩn bị tốt – dù không lên sàn – vẫn dễ dàng hơn khi vay vốn, khi đàm phán với đối tác, khi bán một phần cho nhà đầu tư, hoặc khi chuyển giao cho thế hệ sau mà không để lại mớ hỗn độn.

Nói cách khác, Lean IPO không chỉ là con đường lên sàn. Nó là con đường giúp doanh nghiệp trưởng thành.

Bạn đọc đến đây, nghĩa là bạn đang tìm nhiều hơn một cuốn sách. Bạn đang tìm một hướng đi. Tôi hy vọng từng trang tiếp theo sẽ giúp bạn nhìn thấy con đường phía trước rõ hơn một chút.

Bây giờ, hãy để tôi kể cho bạn nghe một câu chuyện.

Có một doanh nghiệp tôi không bao giờ quên.

Họ là một trong những thương hiệu Việt Nam có tiếng, sản phẩm tốt, “sense” thị trường tốt, vị thế ngành vững chắc. Người sáng lập là một thương nhân dày dạn, thuộc thế hệ khởi nghiệp từ hai bàn tay trắng. Ông chủ động tìm đến tôi. Không phải vì doanh nghiệp đang khủng hoảng, mà vì ông cảm nhận được điều gì đó không ổn, nhưng không gọi được tên nó ra và càng không biết bắt đầu gỡ từ đâu.

Thế giới đang thay đổi quá nhanh. Ông kể về những nỗ lực đưa sản phẩm lên Amazon. Ông kể về việc mở thêm SKU¹ mới khi các hãng nước ngoài đang lặng lẽ rút khỏi phân khúc vì không còn đủ biên lợi nhuận. Ông kể về tiềm năng của ngành bằng chất giọng của một người vẫn còn nhìn thấy rất rõ con đường phía trước. Nhưng giữa những câu chuyện ấy, thỉnh thoảng ông dừng lại và khẽ buông một câu: “Thời của anh chắc cũng sắp đổi rồi.”

Khi tôi nhìn vào doanh nghiệp ấy, tôi thấy tiếc. Tiếc thật sự.

Đây là doanh nghiệp đáng ra đã có thể lên sàn. Được định giá tử tế. Ông chủ có thể chuyển nhượng một phần, lo cho gia đình. Có thể huy động vốn từ thị trường chứng khoán để phát triển sản phẩm mới, hoặc mời chính các đối tác sản xuất góp vốn để tối ưu chi phí. Nhưng cánh cửa ấy đã khép lại, vì họ lỡ thời cơ. Hai người con, dù du học trở về, vẫn còn quá non trẻ để cầm lái. Còn ông, một thương nhân giỏi, lại không rành cấu trúc vốn và thị trường vốn. Họ không thiếu năng lực. Họ chỉ lỡ thời điểm.

Doanh nghiệp thứ hai là một câu chuyện còn nhức nhối hơn. Đến giờ nó vẫn được nhắc trong giới đầu tư như một bài học kinh điển về việc “đừng chờ thời cơ hoàn hảo” mới lên sàn.

1. Stock Keeping Unit (SKU) là đơn vị phân loại hàng hóa tồn kho. Đây là mã định danh riêng biệt bằng chữ và số do doanh nghiệp tự quy định để theo dõi và quản lý các thuộc tính sản phẩm cụ thể như màu sắc, kích thước và chất liệu.

Một công ty bất động sản top đầu trong nước, quỹ đất vào hàng đẹp nhất Việt Nam. Ông chủ thuê rất nhiều tư vấn viên nước ngoài, những người vẽ cho ông viễn cảnh tỷ đô, những báo cáo lộng lẫy, những buổi họp toàn tiếng Anh. Và ông chờ. Chờ cho câu chuyện đủ lớn, đủ đẹp, đủ “tỷ đô” để ra mắt thế giới.

Rồi đại dịch ập đến. Thị trường đóng băng, lãi suất tăng vọt. Doanh nghiệp mất thanh khoản. Trong khi những công ty bất động sản tương tự – những công ty đã niêm yết – vẫn còn cửa để xoay: phát hành thêm, bán bớt cổ phần, đàm phán với nhà đầu tư trên thị trường vốn. Còn doanh nghiệp này bế tắc hoàn toàn, vì cả đời chỉ dựa vào một nguồn vốn duy nhất: vay ngân hàng.

Chỉ cần IPO¹ đúng lúc, không cần hoành tráng, chỉ cần bỏ cái danh tỷ đô xuống và lên sàn sớm hơn, ông đã có thể huy động vài trăm triệu USD, có tiền mặt khi thị trường khó khăn, mà vẫn không mất quyền kiểm soát công ty.

Hai doanh nghiệp. Hai lĩnh vực hoàn toàn khác nhau. Nhưng cùng một bài học:

Họ không thất bại vì kinh doanh kém. Họ lỡ sóng vì không hiểu trò chơi vốn và không có người dẫn đường đúng lúc.

Chuyến bay đến Singapore

Chính những câu chuyện như thế đã khiến tôi, vào một buổi sáng giữa tháng 4 năm 2018, bước lên một chuyến bay rất sớm từ TP. Hồ Chí Minh sang Singapore.

Đó không phải là một chuyến công tác dài ngày. Tôi bay sang Singapore để dự kỳ thi Chứng chỉ Quan hệ Nhà đầu tư Quốc tế và dự

1. Initial Public Offering (IPO) là phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng. Đây là sự kiện đánh dấu bước chuyển đổi của doanh nghiệp từ sở hữu tư nhân sang sở hữu đại chúng bằng cách niêm yết cổ phiếu trên sàn giao dịch chứng khoán công khai.

định quay về ngay trong ngày. Điều khiến chuyến đi ấy trở nên đặc biệt là ở nhà, vợ tôi đang trong những ngày cuối thai kỳ của đứa con đầu lòng. Tôi bước lên máy bay với một cảm giác lẩn lộn, giữa trách nhiệm nghề nghiệp và nỗi lo của một người chồng sắp làm cha. Tôi nhớ đến câu nói của Nelson Mandela:

“

Courage was not the absence of fear, but the triumph over it.

(Dũng cảm không phải là không sợ hãi mà là chiến thắng trước nỗi sợ ấy.)

”

Thật ra, tôi đã đắn đo rất nhiều trước khi quyết định đi. Tôi không biết liệu khi mình đang ngồi trong phòng thi ở Singapore thì vợ có chuyển dạ hay không. Nhưng tôi cũng hiểu rằng nếu không đi, tôi sẽ bỏ lỡ một cột mốc quan trọng trong hành trình nghề nghiệp của mình. Tôi thi xong, lập tức ra sân bay, lên chuyến sớm nhất quay về Việt Nam. Dù từng học đại học và đi công tác Singapore nhiều lần, nhưng đó là một trong những lần hiếm hoi tôi bay sang rồi về trong cùng một ngày. Khi nhìn lại, tôi nhận ra đôi khi những quyết định khó khăn nhất lại chính là những quyết định định hình con người mình.

Năm 2018, tôi đang làm công việc kết nối và hỗ trợ các nhà đầu tư nước ngoài vào Việt Nam. Tôi tư vấn đầu tư, pháp lý, hỗ trợ giao dịch, đưa nhà đầu tư đi gặp doanh nghiệp, phân tích doanh nghiệp và kể cho họ nghe những câu chuyện về Việt Nam, về môi trường đầu tư, đôi lúc (rất tự hào) cả về văn hóa và ẩm thực Việt. Ở chiều ngược lại, tôi đưa các doanh nghiệp Việt ra nước ngoài gặp các quỹ đầu tư, nhà đầu tư cá nhân và các gia đình giàu có. Trong số đó có cả những doanh nghiệp

lớn đang niêm yết như FPT, Vingroup, Thế Giới Di Động và cả những doanh nghiệp đang chuẩn bị cho hành trình IPO.

Tôi dần nhận ra đầu tư không chỉ là những con số lạnh lùng trên báo cáo. Đầu tư là niềm tin đặt vào tương lai của một doanh nghiệp.

Với một người học chuyên ngành tài chính, tôi đọc con số rất nhanh – báo cáo tài chính, mô hình định giá, tăng trưởng doanh thu hay lợi nhuận. Nhưng càng làm việc với doanh nghiệp, tôi càng nhận ra rằng chỉ đưa cho nhà đầu tư con số là không đủ. Nhà đầu tư muốn hiểu doanh nghiệp đó là ai, đang đi về đâu và liệu họ có thể đồng hành trong 5 năm, 10 năm hay 20 năm tới không. Rất nhiều doanh nghiệp Việt Nam tốt, thậm chí rất tốt, nhưng không biết cách kể câu chuyện của mình một cách rõ ràng và thuyết phục.

Chính từ những băn khoăn đó, tôi đi tìm một phương pháp, một nền tảng kiến thức để giúp doanh nghiệp và nhà đầu tư hiểu nhau hơn. Tôi nhận ra truyền thông và giao tiếp không phải là phần phụ của tài chính, mà là phần cốt lõi. Đó là lý do tôi tìm đến Chứng chỉ Quan hệ Nhà đầu tư tại Singapore và chấp nhận bay đi trong một thời điểm rất nhạy cảm của đời mình. May mắn, tôi thi đậu. Vợ tôi ở nhà bình an, con chưa chào đời. Khoảnh khắc đó, tôi hiểu mình đang đứng trước một hướng đi mới.

Từ thời điểm ấy, tôi không còn chỉ là người đi gọi vốn hay bán sản phẩm tài chính. Tôi chuyển sang thiết kế giải pháp huy động vốn cho doanh nghiệp, tư vấn tài chính, tư vấn IPO, rồi đi sâu hơn vào chiến lược và quản trị vận hành. Tôi vừa tự học vừa trang bị kiến thức từ những tổ chức uy tín như Hiệp hội Chất lượng Hoa Kỳ (ASQ) để xây cho mình một nền tảng tư vấn quản trị doanh nghiệp hiện đại. Bởi tôi nhận ra tài chính chỉ là một trụ cột. Một doanh nghiệp có thể gọi được vốn, nhưng nếu không có chiến lược, vận hành và con người phù hợp, thì vốn sẽ nhanh chóng trở thành áp lực thay vì động lực.

“

Strategy without execution is hallucination

**(Chiến lược mà không thể thực thi
thì chỉ là ảo tưởng)**

– thường được ghi nhận là phát biểu
của Mike Roach, cựu CEO của CGI

”

Hai người thầy

Trong suốt hành trình gần 20 năm làm nghề, tôi may mắn được gặp rất nhiều người giỏi trong ngành tài chính Việt Nam. Có người hướng dẫn tôi tận tình, có người kiên nhẫn giải thích từng chi tiết, cũng có người thẳng thắn la mắng khi tôi mắc sai lầm. Những trải nghiệm đó dạy tôi rằng kiến thức thực sự không đến từ sách vở, nó đến từ va chạm. Có hai người mà tôi muốn kể với bạn.

Người thứ nhất là anh Đỗ Minh Toàn, cựu CEO Ngân hàng Á Châu (ACB), người dẫn dắt tôi hiểu nhanh về tín dụng và hệ thống chấm điểm tín dụng khi tôi còn trong nhóm dự án xây dựng hệ thống xếp hạng tín dụng tại ACB. Nhưng bài học lớn nhất anh dạy tôi không nằm trong bất kỳ giáo trình nào. Một ngày, anh gọi tôi lại và nói:

“Em làm mảng thị trường tài chính, định chế tài chính lâu rồi. Làm tiếp, có khi sự nghiệp em héo tàn đó. Em hãy đi bán hàng đi. Vì đi bán hàng, khó khăn nhiều, thách thức nhiều, em mới tiến bộ. Chữ công việc bây giờ không còn thách thức em nữa.”

Câu nói đó làm tôi thức tỉnh. Tôi bước ra khỏi vùng an toàn, bắt đầu tìm hiểu nhiều lĩnh vực hơn và trở thành con người hôm nay. Cho đến bây giờ, khi nghĩ lại, lời khuyên của anh Toàn ngày đó cũng chính

là điều tôi muốn nói với các chủ doanh nghiệp trong cuốn sách này: đừng ở mãi trong thế giới quen thuộc. Hãy bước ra sân chơi lớn hơn, dù khó khăn hơn, vì đó là cách duy nhất để tiến bộ.

Người thứ hai không phải sếp, mà là một khách hàng tôi phục vụ: ông Petri, Chủ tịch Quỹ PYN Elite. Tôi thường đưa ông đi gặp các doanh nghiệp niềm yết, ăn trưa cùng ông, và trong những chuyến đi đó chúng tôi trò chuyện rất nhiều. Tôi luôn ấn tượng với cách ông đánh giá doanh nghiệp: ngoài các con số tài chính, Petri dành sự quan tâm đặc biệt đến chủ tịch hoặc CEO, những người đang dẫn dắt doanh nghiệp.

Có một lần, một công ty chứng khoán khá lớn gặp sự cố nghiêm trọng, cổ phiếu sụt giảm mạnh. Rất nhiều người hoảng sợ tháo chạy. Petri lại quyết định mua vào khá nhiều. Tôi hỏi tại sao. Ông nói: “Ngoài góc nhìn về ngành và xu hướng, chủ tịch công ty này là một người phụ nữ cực kỳ sắc bén và quyết đoán – *a cold blood business woman*”, theo cách nói đầy tôn trọng của ông. Ông tin rằng phụ nữ Việt Nam khi đã dấn thân vào kinh doanh thì luôn có những khả năng hiếm có và sớm muộn cũng sẽ gỡ được rắc rối.

Ông ấy đã đúng. Dưới sự dẫn dắt của vị chủ tịch “cold blood” ấy, doanh nghiệp vượt qua khó khăn, trở lại top thị phần, cổ phiếu tăng trưởng trở lại.

Bài học đó ở lại với tôi đến tận hôm nay: Thị trường vốn, suy cho cùng, là cuộc chơi của con người, không phải con số. Đó cũng là lý do phương pháp Lean IPO trong cuốn sách này bắt đầu bằng “Mindset First” và kết thúc bằng “Dream Team” – vì tôi đã học được rằng phải đánh giá con người trước khi đánh giá doanh nghiệp.

Vì sao tôi viết cuốn sách này

Cuốn sách này, với tôi, là một lời cảm ơn. Cảm ơn thị trường tài chính đã cho tôi cơ hội học hỏi và trưởng thành. Cảm ơn những người thầy, người anh, người bạn đã giúp tôi hiểu rằng làm tài chính không chỉ là

kiếm lợi nhuận, mà còn là xây dựng giá trị dài hạn cho doanh nghiệp và xã hội. Và trong suốt hành trình ấy, tôi cũng nhận ra một sự thật ít được nói ra: Những người thực sự ở sâu trong ngành tài chính hiểm khi chia sẻ cách làm thật sự. Không phải vì họ không muốn, mà vì bối cảnh và vai trò không cho phép.

Chính vì vậy, đã có lúc tôi tự hỏi liệu những điều mình tích lũy được có thật sự tạo ra giá trị nếu không thể đến được với những người đang cần nhất. Tôi cũng từng nghĩ mình sẽ bỏ cuộc, không phải vì thiếu niềm tin vào chuyên môn, mà vì nhiều lần đối diện với những rào cản trong cách thị trường tiếp nhận tri thức và tư vấn.

Thị trường Việt Nam vẫn còn tư tưởng sinh ngoại. Vẫn còn tư duy “tôi biết hết”, còn tâm lý ngại hợp tác với chuyên gia tư vấn vì sợ “lộ thông tin”, hoặc cho rằng “tư vấn viên làm gì có kinh nghiệm bằng tôi”. Nhiều chủ doanh nghiệp chỉ muốn nói chuyện với người “cùng đẳng cấp và vai vế”. Nhưng chuyên gia thực chiến – người đã học, đã trải, đã nghe, đã thấy và đã làm – là nguồn lực mà không phải CEO hay chủ tịch nào cũng thay thế. CEO rất giỏi kinh doanh trong lĩnh vực của họ; nhưng IPO, bán vốn hay kỹ thuật quản trị hiện đại là những việc họ chưa chắc đã nắm rõ. Hãy để những người có chuyên môn cùng ngồi vào bàn, cùng vẽ nên một viễn cảnh mới – một chiếc bánh lớn hơn cho tất cả các bên.

Nhưng rồi tôi nghĩ: Cho dù có bỏ cuộc, thì cũng phải để lại một chút “chất xám” – như một lời cảm ơn gửi đến “ngài thị trường”, các anh chị, các sếp, các thầy đã dạy tôi suốt gần 20 năm làm nghề. Những bài học và cơ duyên tôi nhận được không chỉ nên dừng lại với tôi. Chúng xứng đáng được trao lại, để những người đi sau có thêm một góc nhìn, một kinh nghiệm và một điểm tựa trên hành trình của họ.

Và tôi nhận ra, cách thiết thực nhất để làm điều đó chính là viết cuốn sách này.

Tôi đã nhiều lần tự hỏi liệu cuốn sách có thật sự cần thiết hay không. Một cuốn sách không hứa hẹn làm giàu nhanh, không tô vẽ IPO

như một con đường trải đầy hoa hồng. Một cuốn sách nói lên sự thật rằng IPO là một hành trình dài, đòi hỏi kỷ luật, chiến lược và sự chuẩn bị kỹ lưỡng. Nhưng cũng chính vì vậy, tôi tin nó cần được viết ra.

Dù không quá dày, tôi mong bạn sẽ đọc nó trước hết như một cuốn sách về phương pháp và công cụ quản trị doanh nghiệp, rồi sau đó mới là một cuốn sách về tài chính và IPO. Tôi hy vọng những câu chuyện, ví dụ và trải nghiệm được chia sẻ trong đây sẽ giúp bạn hiểu rõ hơn bản chất của việc xây dựng một doanh nghiệp đủ năng lực để niêm yết. Và quan trọng hơn, tôi mong cuốn sách sẽ truyền cho bạn cảm hứng để nhìn lại, sắp xếp và kiến tạo một con đường phát triển bền vững, chủ động, phù hợp với chính doanh nghiệp mình và bối cảnh của Việt Nam.

Còn với ông chủ bất động sản, nếu anh đọc được những dòng này, tôi muốn nói rằng: vẫn còn kịp. Vẫn còn cơ hội trong đợt sóng cuối này. Miễn là đừng mắc lại sai lầm cũ. “Lắm thấy nhiều ma”, không phải cứ nghe lời những chuyên gia tỷ đô là thành công, bởi cuộc chơi của doanh nghiệp Việt có những đặc thù rất khác so với sân chơi toàn cầu.

Hãy xem cuốn sách này như một lời động viên, một lời cảnh báo và cũng là một người đồng hành.

Nếu có duyên, hy vọng bạn sẽ đón kịp Sóng Cuối.

Nguyễn Thế Trung

TP. Hồ Chí Minh, 2026

“

The greatest lessons are learned through
experience, not instruction

**(Những bài học lớn nhất đến từ trải
nghiệm, không phải từ lời chỉ dẫn)**

”

NGHỈ VIỆC CEO, CẦM NGÀN TỶ

Khoảng 1.200 tỷ đồng – giá trị số cổ phiếu tích lũy sau 15 năm đi làm thuê, nhờ IPO.

Tháng 4 năm 2022, ông Trần Kinh Doanh rời Thế Giới Di Động (MWG) sau 15 năm gắn bó, trong đó có nhiều năm đảm nhiệm vị trí tổng giám đốc. Điều báo chí quan tâm nhất không phải là một vụ lùm xùm hay biến động nhân sự, mà là khối tài sản ông mang theo khi rời doanh nghiệp: hơn 7,7 triệu cổ phiếu MWG, trị giá khoảng 1.200 tỷ đồng theo thị giá thời điểm đó. Phần lớn số cổ phiếu này được tích lũy qua các đợt ESOP¹ trong nhiều năm làm việc (Nguồn: *Dân trí, CafeBiz*, tháng 4/2022).

Ông không phải là người sáng lập doanh nghiệp, cũng không phải là người thừa kế. Ông là một người đi làm thuê, nhưng làm việc tại một doanh nghiệp đã IPO và biết cách sử dụng ESOP để ghi nhận, tương thưởng và gắn kết những người tạo ra giá trị.

Hãy dừng lại một giây và nghĩ về điều này.

Một người đi làm thuê, bằng năng lực và sự gắn bó, trở thành người sở hữu tài sản nghìn tỷ nhờ ba chữ cái: I-P-O.

Bây giờ hãy nghĩ đến doanh nghiệp của bạn. Bạn là người gây dựng công ty từ con số không. Bạn có những cộng sự trung thành đã đồng hành suốt 10, 15 năm. Nhưng nếu bạn chỉ trả công cho họ bằng

1. ESOP (Employee Stock Ownership Plan): Chương trình phát hành cổ phiếu ưu đãi cho người lao động, giúp nhân viên sở hữu cổ phần và gắn kết lợi ích với sự phát triển của công ty.

lương tháng và tiền thưởng thì một ngày nào đó họ vẫn có thể rời đi khi nhận được lời mời hấp dẫn hơn.

IPO không chỉ là câu chuyện huy động vốn. IPO là cách bạn biến đội ngũ thành đồng sở hữu. Là cách bạn giữ những người giỏi nhất ở lại. Là cách bạn tạo ra một thể hệ triệu phú – ngay trong chính công ty mình.

Và cơ hội để làm điều đó, với những doanh nghiệp được xây dựng trong giai đoạn đổi mới và trưởng thành cùng nền kinh tế, đặc biệt là thể hệ doanh nhân 6X-7X và đầu 8X, giai đoạn 2026-2035 có thể là cửa sổ cơ hội quan trọng nhất để đưa doanh nghiệp bước lên một tầm cao mới.

Trong cuốn sách này, tôi gọi cửa sổ đó là **SÓNG CUỐI**.

CHƯƠNG 1

SÓNG CUỐI – THE LAST WAVE

Khoảng 6 tỷ USD vốn thụ động có thể chảy vào các công ty niêm yết tại Việt Nam khi quyết định nâng hạng của FTSE Russell có hiệu lực – và đó mới chỉ là lớp sóng đầu tiên. Bạn có sẵn sàng tham gia cuộc chơi này không?

Cuộc gặp ở VNDIRECT và con số 100 triệu USD

Một buổi chiều thứ Tư năm 2017, khi còn làm trong lĩnh vực chứng khoán, tôi có một cuộc hẹn tại văn phòng Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT với hai nhà đầu tư người Mỹ. Họ đến Việt Nam trong một chuyến đi “thực địa”: gặp các ngân hàng lưu ký¹, làm việc với các công ty chứng khoán, tìm hiểu khung pháp lý. Họ quan tâm đến câu chuyện nâng hạng của thị trường Việt Nam và muốn tận mắt xem nếu điều kiện chín muồi, họ sẽ cần chuẩn bị gì để rót tiền vào đây.

Phòng họp hôm đó không có gì hoành tráng. Một chiếc bàn dài, vài chai nước suối, bảng trắng còn vết bút mờ của cuộc họp trước. Hai vị khách ăn mặc giản dị, ghi chép bằng sổ tay giấy – phong thái của những nhà đầu tư đã đi qua đủ nhiều thị trường để không cần gây ấn tượng với ai.

1. Ngân hàng lưu ký (Custodian Bank): ngân hàng giữ hộ tài sản cho nhà đầu tư nước ngoài.

Sau phần trao đổi về pháp lý và lưu ký, một trong hai người ngả người ra ghế và nói một câu mà tôi nhớ đến tận bây giờ:

“Chúng tôi rất thích thị trường này. Nhưng chúng tôi chưa thể đầu tư.”

Tôi hỏi: “Vì sao?”

“Vì quy mô. Mỗi khoản đầu tư của chúng tôi tối thiểu phải là 100 triệu USD.”

Vâng, tối thiểu 100 triệu USD cho một thương vụ. Tôi nhắm tính ngay trên bàn họp: nếu họ chỉ mua khoảng 5% cổ phần của một công ty, thì công ty đó phải có vốn hóa cỡ 2 tỷ USD. Đó không phải con số nhỏ – tại thời điểm ấy, 2 tỷ USD còn lớn hơn vốn hóa của cả Hoa Sen (HSG) và Vĩnh Hoàn (VHC) cộng lại.

Thật ra, tôi không xa lạ gì với những câu chuyện về *minimum deal size* (quy mô giao dịch tối thiểu). Trước đó, tôi từng nghe đại diện của Quỹ đầu tư Quốc gia Singapore (GIC) chia sẻ rằng mỗi thương vụ của họ thường có quy mô tối thiểu khoảng 50 triệu USD. Còn với hai vị khách này, con số là gấp đôi. Nhưng điều khiến tôi ngạc nhiên hơn cả là một quỹ quy mô lớn như vậy lại đến Việt Nam khá sớm, khi chúng ta mới manh nha con đường lên thị trường mới nổi.

Họ bình tĩnh giải thích. Họ thích những thị trường mới nổi, trẻ và năng động, đặc biệt là những quốc gia có nền chính trị – xã hội ổn định như Việt Nam. Họ không phải nhà đầu tư lướt sóng; họ đầu tư theo cả một chu kỳ kinh tế. Với những thương vụ trị giá hàng trăm triệu đô, thị trường không chỉ cần đủ lớn để hấp thụ dòng vốn, mà còn phải có thanh khoản đủ tốt để họ có thể thoái vốn khi cần.

Điều đọng lại trong tôi sau buổi gặp ấy không phải là những con số. Đó là một sự công nhận: họ thấy cơ hội và sẵn sàng chờ thị trường Việt Nam đủ LỚN để tham gia, với một chu kỳ đầu tư có thể kéo dài 10 năm, 20 năm, “cho đến khi kết thúc một đợt sóng phát triển

mạnh mẽ”. Đó không phải giọng điệu của người đi tìm những con sóng ngắn hạn. Đó là góc nhìn của những người đã quan sát thấy cả một chu kỳ và kiên nhẫn chuẩn bị từ rất sớm.

Sau buổi gặp hôm đó, tôi đã suy nghĩ rất nhiều. Cơ hội thực sự nằm ở đâu? Ai sẽ hưởng lợi từ quá trình nâng hạng thị trường? Và vì sao những người ở rất xa, chưa từng sống ở Việt Nam ngày nào, lại nhìn ra những điều mà chính chúng ta – người trong cuộc – thường bỏ qua? Có lẽ, đôi khi phải đứng đủ xa mới thấy được toàn cảnh. Và cũng có lẽ, cơ hội lớn nhất thường không đến dưới dạng một lời hứa rõ ràng, chúng thường xuất hiện dưới dạng một câu hỏi: Liệu chúng ta có đủ tỉnh táo để nhận ra mình đang đứng trước một thời điểm rất đặc biệt hay không?

Năm 2017, khi tôi ngồi trong phòng họp đó, vốn hóa toàn thị trường chứng khoán Việt Nam mới hơn 100 tỷ USD. Đến cuối năm 2025, con số ấy đã đạt khoảng 10 triệu tỷ đồng – tương đương gần 390 tỷ USD, bằng khoảng 78-82% GDP; đến giữa năm 2026 đã chạm mốc khoảng 410 tỷ USD. Dù vậy, nếu so với Thái Lan (hơn 900 tỷ USD) hay Indonesia (khoảng 1.000 tỷ USD), chúng ta vẫn đang ở vạch xuất phát. Và có lẽ, đó chính là lý do những nhà đầu tư lớn nhất thế giới đã kiên nhẫn chờ đợi suốt nhiều năm. Còn bây giờ, có lẽ họ không cần phải chờ nữa.

Sóng Cuối 2026-2035: Con sóng đã được xác nhận

Trong gần một thập kỷ, “nâng hạng thị trường” luôn được nhắc đến như một triển vọng của thị trường chứng khoán Việt Nam – một lời hứa xuất hiện trong hầu hết các hội thảo và báo cáo chiến lược. Nhưng điều đó đã thay đổi vào ngày 7 tháng 10 năm 2025.

Đó là ngày mà FTSE Russell – một trong những tổ chức xếp hạng thị trường lớn nhất thế giới – chính thức công bố nâng hạng Việt Nam từ thị trường cận biên (Frontier Market) lên thị trường mới nổi thứ cấp (Secondary Emerging Market). Quyết định có hiệu lực từ ngày 21 tháng 9 năm 2026 và cổ phiếu Việt Nam sẽ được đưa vào các rổ chỉ số

toàn cầu của FTSE theo bốn giai đoạn, hoàn tất vào tháng 9 năm 2027 (Nguồn: FTSE Russell/LSEG, 10/2025).

Với MSCI – tổ chức xếp hạng thị trường có tầm ảnh hưởng lớn còn lại – Việt Nam chưa được nâng hạng. Tuy nhiên, các chuyên gia kỳ vọng Việt Nam sẽ được đưa vào Danh sách theo dõi (Watchlist) trong năm tiếp theo.

Nói cách khác: Sóng không còn là dự báo. Sóng đã được xác nhận. Câu hỏi duy nhất còn lại là: Ai sẽ đứng trên ván khi con sóng ấy lao đến?

Dòng tiền đi kèm quyết định này không còn là những con số mơ hồ:

- Ngân hàng Thế giới (World Bank, 4/2026) ước tính việc nâng hạng có thể mang lại khoảng 5 tỷ USD dòng vốn nước ngoài trong ngắn hạn, và lên tới 25 tỷ USD lũy kế đến năm 2030 nếu các cải cách tiếp tục được duy trì.
- Riêng dòng vốn thụ động mô phỏng các chỉ số của FTSE được ước tính khoảng 6 tỷ USD.
- HSBC đưa ra dải dự báo từ 3,4 đến 10,4 tỷ USD tùy kịch bản, bao gồm cả dòng vốn chủ động.

Để dễ hình dung, ngay cả trong kịch bản thận trọng nhất, lượng vốn này cũng tương đương một tỷ lệ đáng kể so với tổng vốn hóa thị trường hiện nay được giải ngân trong một thời gian tương đối ngắn. Vì vậy, câu hỏi không còn là “tiền có vào không”, mà là “khi tiền vào, ai sẽ hưởng lợi?”

Ở đây, cần làm rõ một nguyên tắc của dòng vốn chỉ số. Khi một thị trường được nâng hạng, hàng trăm quỹ ETF¹ và quỹ chủ động²

1. ETF (Exchange Traded Fund): quỹ mô phỏng chỉ số, còn gọi là quỹ thụ động.

2. Quỹ chủ động: quỹ do các nhà quản lý chuyên nghiệp điều hành với mục tiêu vượt chỉ số tham chiếu.

buộc phải phân bổ vốn theo rõ chỉ số mới. Theo nguyên tắc, nhóm doanh nghiệp có vốn hóa lớn, thanh khoản cao sẽ đón nhận dòng tiền đầu tiên – vì đó là những cổ phiếu đủ chuẩn để vào rõ chỉ số. Nhưng kinh nghiệm từ các thị trường đi trước cho thấy: sau lớp sóng đầu tiên đổ vào nhóm vốn hóa lớn, dòng vốn chủ động thường tiếp tục dịch chuyển dần sang nhóm vốn hóa vừa (mid-cap) – nơi định giá còn hấp dẫn, câu chuyện tăng trưởng còn mới và dư địa phát triển còn rộng. Dòng tiền không hỏi doanh nghiệp “lớn hay nhỏ”. Dòng tiền hỏi: Doanh nghiệp này có đủ minh bạch, có câu chuyện tăng trưởng đủ hấp dẫn và có thanh khoản đủ tốt để nhà đầu tư tham gia hay không?

Và đó chính là cánh cửa cơ hội của các doanh nghiệp SME – nếu họ kịp chuẩn bị.

Số doanh nghiệp niêm yết: sân chơi còn rất rộng

Tính đến cuối năm 2024, số lượng doanh nghiệp niêm yết trên một số sở giao dịch trong khu vực xấp xỉ như sau:

- Việt Nam: HOSE¹ khoảng 393 doanh nghiệp, HNX² khoảng 300 doanh nghiệp
- Thái Lan (SET): khoảng 868 doanh nghiệp
- Indonesia (IDX): khoảng 956 doanh nghiệp
- Singapore (SGX): khoảng 622 doanh nghiệp
- Malaysia (Bursa): hơn 1.000 doanh nghiệp

So với các thị trường trong khu vực, số lượng doanh nghiệp niêm yết của Việt Nam vẫn còn khá khiêm tốn. Điều đó cho thấy sân chơi còn rộng cho những SME dám bước lên, nhưng cánh cửa sẽ hẹp dần khi các chuẩn mực và yêu cầu tuân thủ ngày càng cao.

1. HOSE: Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh.

2. HNX: Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội.

Riêng sàn HOSE hiện chỉ có chưa tới 400 doanh nghiệp niêm yết, chưa bằng một nửa Thái Lan và Indonesia. Có những cơ hội trong kinh doanh không đến bằng lời mời trang trọng. Chúng đến từ sự dịch chuyển âm thầm của dòng vốn, từ thay đổi trong cấu trúc dân số, hay từ những chính sách tưởng như xa vời. Và chỉ khi cơ hội ấy trôi qua, người ta mới nhận ra: giá như lúc đó mình chuẩn bị sớm hơn một chút, dám đi trước một bước, thì cục diện đã hoàn toàn khác.

Đối với doanh nghiệp SME Việt Nam, giai đoạn 2026-2035 chính là một cơ hội như vậy. Không phải vì đây là giai đoạn dễ dàng, mà vì đây là giai đoạn cuối cùng mà SME còn đủ thời gian, đủ không gian và đủ điều kiện để bước lên thị trường vốn một cách chủ động. Sau giai đoạn này, cánh cửa IPO không đóng lại, nhưng tiêu chuẩn sẽ cao hơn, mức độ cạnh tranh lớn hơn và chi phí đáp ứng các yêu cầu về quản trị, minh bạch cũng cao hơn rất nhiều.

Bài học Pakistan: nâng hạng không phải cây đũa thần

Trước khi quá phấn khích với câu chuyện nâng hạng, hãy nhìn vào một tấm gương ngược. Đôi khi những bài học từ thất bại còn đáng giá hơn nhiều câu chuyện thành công.

Tháng 5 năm 2017, Pakistan được MSCI¹ nâng hạng từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi. Cả đất nước ăn mừng. Báo chí gọi đó là “ngày trở lại của Pakistan trên bản đồ tài chính thế giới”. Các dự báo đều nói về hàng tỷ USD vốn ngoại sắp đổ vào.

Nhưng rồi điều ngược lại đã xảy ra. Trong bốn năm sau khi được nâng hạng, thay vì dòng tiền đổ vào, nhà đầu tư nước ngoài rút ròng khoảng 1,4 tỷ USD khỏi thị trường chứng khoán Pakistan. Chỉ số KSE-

1. MSCI (viết tắt của Morgan Stanley Capital International): công ty nghiên cứu và cung cấp chỉ số chứng khoán, dịch vụ phân tích danh mục đầu tư toàn cầu danh tiếng của Mỹ. Hệ thống phân loại thị trường của MSCI là tiêu chuẩn tham chiếu phổ biến nhất cho các quỹ đầu tư quốc tế.

100¹ chỉ tăng vốn vện 1,4% trong cả giai đoạn, trong khi chỉ số MSCI Emerging Markets² tăng 26,2%. Đỉnh điểm của nỗi thất vọng là vào tháng 11 năm 2021, MSCI quyết định đưa Pakistan trở lại nhóm thị trường cận biên. Một chu kỳ khép lại trong cay đắng (Nguồn: MSCI; số liệu dòng vốn và hiệu suất tổng hợp từ Bloomberg, Reuters giai đoạn 2017-2021).

Vì sao? Vì nâng hạng chỉ mở ra cánh cửa chứ không bảo đảm dòng vốn sẽ ở lại. Kinh tế vĩ mô của Pakistan bất ổn, đồng nội tệ mất giá, số lượng doanh nghiệp đủ chuẩn vào rổ chỉ số quá ít và ngày càng teo lại, và quan trọng nhất: các doanh nghiệp nội địa không tận dụng được giai đoạn cửa sổ để nâng chuẩn mực, tăng quy mô, tạo hàng hóa mới cho thị trường. Tiễn đến, nhìn quanh, không thấy đủ hàng hóa để đầu tư, rồi tiền lại rời đi.

Ngược lại, những thị trường chuẩn bị tốt lại cho một kết quả rất khác. Kuwait được MSCI nâng hạng năm 2020. Riêng dòng vốn thụ động đổ vào ước tính đạt khoảng 2,8 tỷ USD (theo EFG Hermes). Đáng chú ý, chỉ số chứng khoán Kuwait đã tăng 23,7% ngay trong năm 2019 – năm thị trường “chạy trước” sự kiện. Trước đó, Qatar và UAE được nâng hạng vào năm 2014. Dòng vốn ngoại rông vào Qatar đạt khoảng 2,48 tỷ USD, còn UAE khoảng 300 triệu USD trong năm nâng hạng (theo nghiên cứu của Marmore – công ty nghiên cứu thuộc tập đoàn tài chính Markaz). Quan trọng hơn, các con số ấy là sự thay đổi sau nâng hạng, các doanh nghiệp quy mô vừa của những thị trường này, vốn trước đó gần như vô hình với nhà đầu tư quốc tế, bắt đầu xuất hiện trong danh mục của các quỹ toàn cầu.

1. Chỉ số KSE-100: chỉ số chứng khoán chính của Sở Giao dịch Chứng khoán Pakistan (PSX), theo dõi hiệu suất của 100 công ty có vốn hóa lớn nhất, đại diện cho khoảng 80-85% tổng giá trị toàn thị trường nước này.

2. Chỉ số MSCI Emerging Markets: bộ chỉ số chứng khoán do MSCI thiết lập nhằm đo lường hiệu suất của các công ty vốn hóa lớn và vừa tại 24 quốc gia thuộc nhóm Thị trường mới nổi, đóng vai trò là thước đo chuẩn mực cho các quỹ đầu tư toàn cầu.

Bài học kép ở đây được thể hiện rất rõ:

1. Nâng hạng tạo ra cơ hội thật: dòng vốn, thanh khoản, mặt bằng định giá mới.
2. Nhưng nâng hạng không phải cây đũa thần. Nếu nền kinh tế không giữ được ổn định và doanh nghiệp không chuẩn bị đủ tốt, sóng sẽ đến rồi đi, để lại đúng những gì nó nhìn thấy: một thị trường không có những doanh nghiệp đủ chuẩn để dòng vốn ở lại.

Thị trường Việt Nam có nhiều nền tảng mà Pakistan không có: kinh tế vĩ mô ổn định, tăng trưởng cao, dòng vốn FDI mạnh và một thể hệ doanh nghiệp tư nhân đang ngày càng trưởng thành. Nhưng phần quan trọng nhất – sự chuẩn bị của doanh nghiệp – không nằm ở Chính phủ hay FTSE. Nó nằm ở chính chúng ta.

Tiền vào, nhưng luật chơi cũng thay đổi

Có một điều cần nhìn nhận thật tỉnh táo: khi thị trường được nâng hạng, không chỉ dòng tiền thay đổi, mà luật chơi cũng thay đổi theo. Một vài ví dụ:

- Thị trường phải minh bạch và rõ ràng hơn; lộ trình áp dụng Chuẩn mực Báo cáo Tài chính Quốc tế (IFRS) cũng sẽ được thúc đẩy mạnh hơn.
- Điều kiện IPO và niêm yết ngày càng chặt chẽ hơn, yêu cầu cao hơn.
- Báo cáo tài chính, công bố thông tin và quan hệ nhà đầu tư bằng tiếng Anh sẽ ngày càng trở nên phổ biến.
- Các yêu cầu về cơ chế giao dịch, ngoại hối và phòng, chống rửa tiền sẽ tiếp tục được hoàn thiện để phù hợp hơn với các chuẩn mực quốc tế.

Nghe đến đây có thể nhiều người sẽ thấy áp lực. Nhưng đó cũng chính là lý do tôi đã nêu: tiền vào, luật chơi sẽ khác đi. Doanh nghiệp nào chuẩn bị sớm sẽ có nhiều cơ hội đón Sóng Cuối, còn nếu đợi đến khi việc nâng hạng hoàn tất mới bắt đầu nghĩ tới IPO, rất có thể khi ấy họ chỉ còn biết chạy theo con sóng.

Đó cũng là lý do cuốn sách này gọi giai đoạn 2026-2035 là Sóng Cuối: con sóng cuối cùng RÕ RÀNG NHẤT trước khi có quá nhiều thứ thay đổi mà chúng ta không thể nắm bắt được.

SME không có nhiều lựa chọn về vốn, vì vậy IPO trở thành con đường chiến lược

Hãy tưởng tượng bạn đang đứng giữa sa mạc. Phía trước là một ốc đảo, nhưng để đến được đó, bạn cần nước. Vấn đề là: nước chỉ có ở ốc đảo. Đó chính xác là vòng lặp mà hàng nghìn SME Việt Nam đang mắc kẹt: muốn phát triển thì cần vốn, nhưng vì chưa đủ lớn nên rất khó tiếp cận nguồn vốn phù hợp.

Trong thế giới tài chính, doanh nghiệp lớn luôn có “đường lui”. Khi cần vốn, họ có thể phát hành trái phiếu quốc tế, gọi vốn từ các quỹ đầu tư tư nhân (Private Equity), bán cổ phần cho đối tác chiến lược, hoặc thậm chí chỉ cần một cuộc họp là huy động được vài trăm tỷ cho một dự án mới. Doanh nghiệp niêm yết còn dễ hơn nữa: cánh cửa của họ đã rộng mở, kết nối tới cả thị trường vốn (cổ phiếu và trái phiếu) lẫn thị trường tiền tệ (vay ngắn hạn). Họ thậm chí có thể huy động vốn tới tận cấp dự án (project finance) nhờ mức độ tín nhiệm và minh bạch đã được thị trường ghi nhận.

SME thì không có những lợi thế đó. Phần lớn doanh nghiệp vừa và nhỏ Việt Nam tồn tại và lớn lên bằng một con đường quen thuộc: vay ngân hàng – mở rộng hoạt động – xoay vòng – rồi tiếp tục vay. Khi thị trường thuận lợi, mô hình này tạo cảm giác “ổn”. Nhưng khi chu kỳ kinh tế đảo chiều, chính vòng lặp đó lại trở thành “trần vô hình” giới hạn khả năng phát triển.

SME bị kẹt trong một thực tế rất rõ ràng:

- Phụ thuộc nặng vào vốn vay ngân hàng.
- Đòn bẩy tài chính cao khiến biên độ an toàn ngày càng mỏng.
- Rất khó bán một phần doanh nghiệp vì chưa đủ minh bạch về hệ thống tài chính và pháp lý.

Và khi bước vào các cuộc đàm phán M&A, họ gần như luôn bị định giá thấp, không phải vì doanh nghiệp không tốt, mà vì mọi giá trị đều gắn chặt với người sáng lập. Nói cách khác, trong mắt nhà đầu tư, rất nhiều SME “không hẳn là doanh nghiệp” mà chỉ là một người chủ giỏi đang điều hành một cỗ máy chưa chuẩn hóa. Khi người đó còn, giá trị còn. Khi người đó rút lui, giá trị cũng mờ đi.

Trong khi đó, các tập đoàn lớn lại ở vị thế hoàn toàn ngược lại. Họ có thể bước vào một lĩnh vực mới chỉ bằng cách rót vốn, mua lại hoặc đầu tư chiến lược. Ngay cả khi chưa có nhiều kinh nghiệm trong ngành, họ vẫn có đủ nguồn lực để “nhảy vào sân chơi”, xây hệ thống và nhanh chóng chiếm ưu thế. Còn SME, nếu không có vốn, chỉ có thể đứng nhìn cơ hội lướt qua.

Trong bối cảnh đó, IPO không còn là một “ước mơ xa xỉ”. Nó dần trở thành một trong những con đường chiến lược quan trọng giúp SME thoát khỏi “chiếc vòng kim cô” mang tên nguồn vốn đang siết chặt họ.

Nhưng IPO không phải là một hành động. IPO là một quá trình. Đó không đơn thuần là việc bán một ít cổ phần ra thị trường. IPO là hành trình chuẩn hóa toàn bộ doanh nghiệp để nó có thể sống, vận hành và phát triển trong một sân chơi hoàn toàn mới – sân chơi của thị trường vốn.

Quá trình đó cần thời gian. Và thời gian chính là tài nguyên quý giá nhất mà SME Việt Nam vẫn còn trong giai đoạn 2026-2035. Đây là khoảng thời gian doanh nghiệp vẫn còn đủ “trẻ” để:

- Chuẩn hóa hệ thống tài chính và pháp lý.
- Tập làm quen với tư duy quản trị công ty đại chúng.
- Xây dựng một câu chuyện tăng trưởng dài hạn, thay vì chỉ nói về doanh thu từng năm.
- Và quan trọng nhất: xây dựng đội ngũ kế thừa để doanh nghiệp có thể sống tiếp mà không phụ thuộc hoàn toàn vào người sáng lập.

Nếu bỏ lỡ giai đoạn này, SME sẽ rơi vào một nghịch lý rất khó tháo gỡ: muốn IPO thì cần nguồn lực để chuẩn bị, nhưng vì chưa IPO nên lại thiếu chính nguồn lực ấy. Và khi chu kỳ kinh tế tiếp theo mở ra với chuẩn mực cao hơn, công nghệ nhanh hơn, yêu cầu minh bạch khắt khe hơn, rất nhiều doanh nghiệp sẽ không còn ở vị thế đủ tốt để bước lên sân chơi đó một cách chủ động nữa.

Đó cũng là lý do tôi gọi chu kỳ này là “Sóng Cuối”. Không phải vì cơ hội sẽ biến mất mãi mãi, mà vì đây có thể là vị thế tốt nhất “còn sót lại”, và nếu bỏ qua, một thế hệ doanh nhân sẽ vô cùng tiếc nuối vì đánh mất những cơ duyên tốt nhất. Với SME, câu hỏi khi Sóng Cuối tới không còn là “có nên IPO hay không”, mà là: nếu không lựa chọn con đường IPO, mình còn con đường nào để đi?

IPO là câu chuyện của chu kỳ, không phải của may mắn

Kinh tế chưa bao giờ vận hành theo một đường thẳng đi lên. Nó chuyển động theo các chu kỳ: có giai đoạn mở rộng, có giai đoạn chững lại, có giai đoạn suy giảm rồi hồi phục. Thị trường vốn cũng vậy. Những doanh nghiệp IPO thành công nhất trong lịch sử không phải là những doanh nghiệp “chọn đúng lúc thị trường hưng phấn nhất”, mà là những doanh nghiệp chuẩn bị từ sớm, lên sàn đúng lúc nền kinh tế vừa bước qua đáy và bắt đầu hồi phục.

Nhìn lại lịch sử Việt Nam, năm 2007 thường được nhắc đến như cột mốc bùng nổ của cả nền kinh tế lẫn thị trường chứng khoán.

Nhưng nếu quan sát kỹ hơn, những doanh nghiệp IPO hiệu quả nhất lại lên sàn trong giai đoạn 2005-2006 – thời điểm Việt Nam chuẩn bị gia nhập WTO, kinh tế chưa bùng nổ hoàn toàn nhưng kỳ vọng đã hình thành rõ nét. Doanh nghiệp IPO trong giai đoạn đó có đủ thời gian xây dựng lịch sử giao dịch, tạo thanh khoản, thiết lập mặt bằng định giá hợp lý trước khi bước vào cao trào. Chính điều này giúp họ đạt được những cột mốc quan trọng sau đó: tăng trưởng vốn hóa, huy động vốn bổ sung, và quan trọng không kém là thoái vốn trong điều kiện thị trường thuận lợi.

Chu kỳ tiếp theo cũng diễn ra với nhiều điểm tương đồng. Thị trường đạt đỉnh vào giai đoạn 2017-2018, nhưng thời điểm IPO “đẹp” nhất lại nằm ở giai đoạn 2015-2016 – khi kinh tế Việt Nam vừa bước ra khỏi giai đoạn khó khăn hậu khủng hoảng tài chính toàn cầu, tăng trưởng chưa quá nóng nhưng niềm tin đã quay trở lại. Doanh nghiệp IPO giai đoạn này không chịu áp lực định giá quá cao, không bị cuốn theo tâm lý hưng phấn ngắn hạn, mà có đủ không gian xây nền tảng trước khi thị trường đạt đỉnh. Lịch sử cho thấy: IPO sớm hơn đỉnh 1-2 năm luôn mang lại biên độ an toàn lớn hơn nhiều.

Điều quan trọng cần hiểu là không nên bắt đầu chuẩn bị IPO khi kinh tế đang tăng trưởng quá nóng. Vì IPO không phải một sự kiện, mà là một dự án kéo dài ít nhất 18-36 tháng. Nếu bắt đầu khi thị trường đang hưng phấn, rất có thể đến lúc doanh nghiệp thực sự lên sàn thì chu kỳ đã đổi chiều: định giá bị nén, thanh khoản suy giảm, mọi kỳ vọng ban đầu trở nên xa vời. Ngược lại, chuẩn bị IPO trong giai đoạn kinh tế còn khó khăn nhưng đang dần hồi phục mới là thời điểm lý tưởng: doanh nghiệp có đủ thời gian tái cấu trúc, chuẩn hóa tài chính, nâng cấp quản trị, xây câu chuyện tăng trưởng để khi thị trường thực sự vào chu kỳ tăng mạnh, doanh nghiệp đã hiện diện sẵn trên sàn, có lịch sử giao dịch, có độ tin cậy, có vị thế để tận dụng trọn vẹn cơn sóng.

Nếu nhìn theo diễn biến của các chu kỳ trước, sau làn sóng 2005-2007, rồi 2015-2017, thì giai đoạn 2028-2032 rất có thể là chu

kỳ tiếp theo. Lần này, chu kỳ ấy còn được “đặt lịch” bởi một sự kiện đã xác nhận: quyết định nâng hạng FTSE tháng 9/2026 và lộ trình vào rổ chỉ số đến tháng 9/2027. Không ai khẳng định được chính xác đỉnh nằm ở năm nào, nhưng điều chắc chắn là nếu doanh nghiệp muốn tận dụng chu kỳ đó thì phải bắt đầu chuẩn bị từ bây giờ. Chuẩn bị không phải để IPO ngay ngày mai, mà để khi con sóng đến, mình đã đứng sẵn trên ván.

IPO, xét cho cùng, không phải cuộc chơi của những người chạy nhanh nhất, mà của những người tìm đúng chu kỳ và kiên nhẫn chuẩn bị. Và trong một thị trường như Việt Nam, việc chọn đúng “con sóng” để IPO không chỉ là chiến lược tài chính, đó còn là một quyết định mang tính sống còn cho tương lai doanh nghiệp.

Dân số và chuyển giao thế hệ – lý do sâu xa nhất để IPO sớm

Một buổi tối nọ, tôi ngồi trước màn hình Zoom, nói chuyện với một gia đình doanh nhân. Hai vợ chồng đã lớn tuổi và muốn sang Mỹ định cư. Người con trai muốn kế thừa. Bài toán đặt ra là: Làm thế nào để cuộc chuyển giao này diễn ra thuận lợi? Và ngoài việc bàn giao công ty, làm sao để những người đã làm việc lâu năm được ghi nhận và tưởng thưởng xứng đáng cho đóng góp của họ?

Bạn có thấy câu chuyện này quen không? Nó đang diễn ra tại rất nhiều doanh nghiệp và là trăn trở của hàng ngàn doanh nhân khi tuổi nghỉ ngơi đã đến. Nhưng để hiểu vì sao câu chuyện này lại cấp bách đến vậy, chúng ta cần lùi lại một bước để nhìn vào bức tranh lớn hơn của nền kinh tế và cả khu vực.

Lời nguyên của thời gian – khi “mỏ vàng” nhân khẩu cạn kiệt

Lịch sử kinh tế hiện đại của Đông Á thường được ca ngợi như những “phép màu”. Từ đồng đổ nát sau chiến tranh, Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc đã vươn mình thành những gã khổng lồ toàn cầu. Nhưng

đằng sau những con số tăng trưởng thần kỳ ấy có một biến số âm thầm mang tính quyết định, tựa như dòng hải lưu đẩy con tàu kinh tế đi xa: cơ cấu dân số vàng – giai đoạn mà tỷ trọng người trong độ tuổi lao động chiếm ưu thế tuyệt đối so với nhóm phụ thuộc. Hãy hình dung một gia đình năm người có tới bốn người đi làm và chỉ có một người phụ thuộc: phần thu nhập dư ra được dồn cho đầu tư, học hành và tiêu dùng. Nhưng nếu cơ cấu ấy bị đảo ngược – hai người già yếu, một trẻ nhỏ và chỉ có hai người đi làm thì gánh nặng chi phí sẽ bào mòn mọi khả năng tích lũy.

Vấn đề là “dòng hải lưu” ấy không tồn tại mãi.

Nhật Bản là quốc gia tận hưởng thành quả của cơ cấu dân số vàng sớm nhất và cũng là nước chịu “lời nguyên” già hóa đầu tiên. Những năm 1980, Nhật Bản từng là nỗi khiếp sợ của kinh tế Mỹ: các tập đoàn Nhật mua lại những tòa nhà biểu tượng tại New York, xe Toyota tràn ngập đường phố toàn cầu. Khi đó, tỷ trọng dân số ở độ tuổi 18-55 của Nhật đạt đỉnh xấp xỉ 55-56%, GDP tăng bình quân 4-5%/năm – con số không tương với một nền kinh tế phát triển. Rồi cửa sổ nhân khẩu đóng sập: tỷ trọng nhóm tuổi 18-55 giảm từ 54,1% (1980) xuống 41,8% (2024), đi kèm là “hai thập kỷ mất mát” với mức tăng trưởng quanh 0-1%.

Có một hình ảnh nói lên tất cả. Ở ngôi làng Nagoro trên đảo Shikoku, người ta không còn nghe tiếng trẻ con. Thay vào đó, dân làng đã may hàng trăm con búp bê vải có kích thước như người thật, đặt khắp nơi – trên ghế đá, ở trạm xe buýt hay trong những lớp học đã đóng cửa – chỉ để tạo cảm giác rằng ngôi làng vẫn còn “người”. Những con búp bê vô hồn ấy là biểu tượng đau xót nhất cho một nền kinh tế thiếu vắng sức lao động trẻ: khi không còn người trẻ tiêu dùng, doanh nghiệp không muốn đầu tư và nền kinh tế rơi vào vòng xoáy giảm phát kéo dài.

Hàn Quốc và Đài Loan (Trung Quốc) đi sau Nhật 15-20 năm, nhưng kịch bản lại giống nhau đến kinh ngạc. Giai đoạn 1980-1995,

tỷ trọng dân số ở độ tuổi 18-55 của Hàn Quốc tăng vọt từ 44,2% lên 55,4% – trùng với thời kỳ GDP tăng phi mã, có năm lên đến 9,9% (1990). Khi tỷ lệ này bắt đầu giảm từ sau 2012, tốc độ tăng trưởng cũng chậm lại rõ rệt: năm 2023, GDP Hàn Quốc chỉ tăng 1,4%. Đài Loan đạt đỉnh dân số vàng vào năm 2010 với 58,2% lao động sung sức – nền tảng đưa hòn đảo này thành “công xưởng chip” của thế giới; hiện nay tỷ lệ này đã lùi về 51,7%, việc thiếu hụt nhân lực ngành bán dẫn đang trở thành bài toán sống còn. Cả hai nền kinh tế này hiện có tỷ lệ sinh thuộc nhóm thấp nhất thế giới (riêng Hàn Quốc ở mức dưới 0,8%). Seoul hay Đài Bắc vẫn lộng lẫy, nhưng bên trong là nỗi lo về tương lai “một người trẻ gánh hai người già”.

Trung Quốc là trường hợp đáng kinh ngạc nhất. Giai đoạn hoàng kim 1980-2010, tỷ trọng dân số ở nhóm tuổi 18-55 tăng liên tục từ 46% lên 63,4% – đúng ba thập kỷ GDP tăng trung bình 10%/năm. Từ năm 2012, lực lượng lao động chính thức đạt đỉnh rồi bắt đầu giảm; đến năm 2024, tỷ trọng này rơi về khoảng 54,8% và GDP “hạ cánh” quanh mức 5%. Trung Quốc đối mặt nghịch lý “già trước khi giàu” – khác với Nhật Bản già hóa khi đã là nước thu nhập cao, Trung Quốc còn hàng trăm triệu người ở mức thu nhập trung bình trong khi hệ thống phúc lợi đã bắt đầu quá tải.

Ba câu chuyện trên vẽ nên một quy luật sắt của kinh tế học nhân khẩu: sự tăng trưởng của một quốc gia thực chất là sự tiêu dùng sức lao động của chính nó.

Đặc điểm	Giai đoạn dân số vàng	Giai đoạn hậu dân số vàng
Lao động	Dồi dào, giá rẻ, năng suất cao	Khan hiếm, chi phí lương tăng
Tiết kiệm	Cao, thúc đẩy đầu tư hạ tầng	Thấp, dồn cho y tế, lương hưu
Tâm lý	Lạc quan, sẵn sàng mạo hiểm	Thận trọng, ít tiêu dùng, ngại rủi ro
GDP	Tăng trưởng cao, có giai đoạn hai con số	Chững lại, tiến dần về 0-2%

(Số liệu trong mục này được tổng hợp từ dữ liệu của Chuỗi báo cáo ước tính và dự báo dân số toàn cầu Liên Hợp Quốc và Ngân hàng Thế giới.)