

Nghị định 200: Tái định hình thị trường trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại Việt Nam

Nguyễn Bảo Châu

Chuyên viên, Ngành Kinh Tế Vĩ Mô
chau.nbao@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4876

Phạm Vũ Thăng Long

Giám Đốc Cấp Cao, Kinh Tế Vĩ Mô
long.pvthang@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4805

- Nghị định 200 đánh dấu một giai đoạn phát triển mới của thị trường TPDN phát hành riêng lẻ Việt Nam khi hợp nhất các Nghị định 153, 65 và 08 thành một khung pháp lý thống nhất, đồng thời chuyển trọng tâm chính sách từ ổn định thị trường sang kỷ luật thị trường và phát triển bền vững.
- Quy mô thị trường TPDN vẫn còn khá khiêm tốn, chỉ tương đương 10% GDP (so với mục tiêu 25% của Chính phủ vào năm 2030), trong đó 90% phát hành thông qua chào bán riêng lẻ, trong khi nền kinh tế vẫn phụ thuộc lớn vào tín dụng ngân hàng. Điều này cho thấy nhu cầu phát triển thị trường TPDN như một kênh huy động vốn bổ sung, củng cố vai trò của Nghị định 200 như một khuôn khổ pháp lý toàn diện.
- Trọng tâm quản lý được nâng cao về chất lượng thị trường, với việc siết chặt yêu cầu công bố thông tin, nâng cao điều kiện phát hành, tăng cường bảo vệ nhà đầu tư, đồng thời kiểm soát chặt chẽ hơn đối với đòn bẩy tài chính, tài sản bảo đảm và mục đích sử dụng vốn huy động.

Giai đoạn phát triển tiếp theo của thị trường TPDN riêng lẻ Việt Nam

[Nghị định 200/2026/NĐ-CP](#), có hiệu lực từ ngày 5/6/2026, hợp nhất các Nghị định 153, 65 và 08 thành một khung pháp lý thống nhất, đồng thời cụ thể hóa các sửa đổi trong Luật Chứng khoán và Luật Doanh nghiệp, đánh dấu sự hoàn thiện về khuôn khổ pháp lý TPDN thời hậu khủng hoảng của Việt Nam.

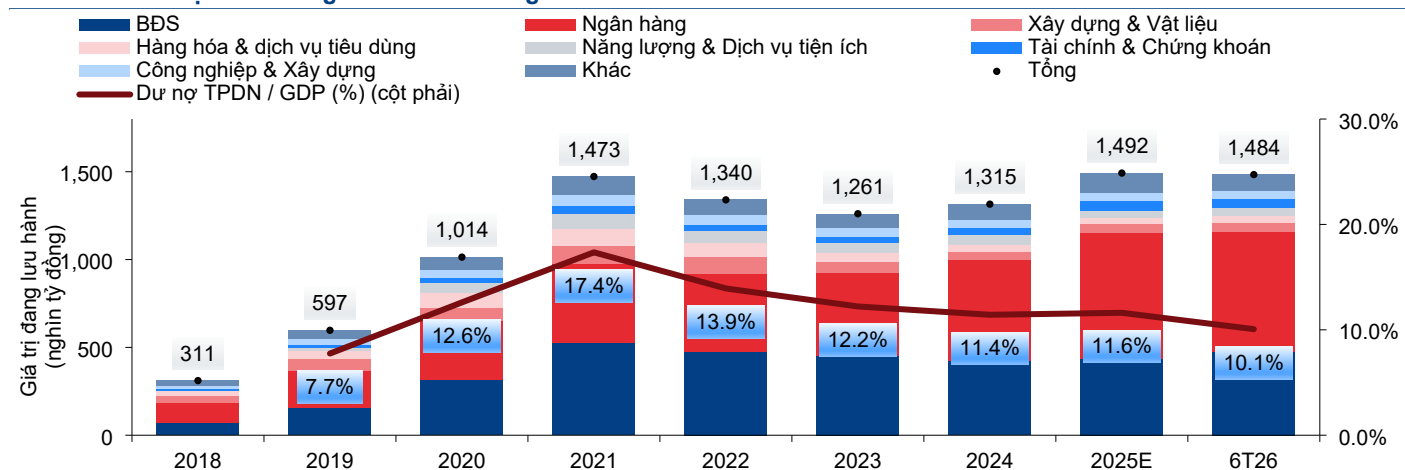
Nghị định này được ban hành vào thời điểm thị trường đang dần phục hồi sau giai đoạn gián đoạn 2022-2023, nhưng vẫn kém phát triển về mặt cấu trúc, chỉ tương đương khoảng 10% GDP (Biểu đồ 1), trong đó khoảng 90% khối lượng phát hành được thực hiện thông qua hình thức chào bán riêng lẻ. Ngoài ra, nền kinh tế vẫn phụ thuộc đáng kể vào tín dụng ngân hàng trong việc cung ứng nguồn vốn trung và dài hạn, cho thấy sự cần thiết phải phát triển thị trường trái phiếu như một kênh huy động vốn bổ trợ, góp phần giảm áp lực lên hệ thống ngân hàng.

Từ đó, Nghị định 200 kế thừa và hoàn thiện các cải cách trước đây bằng cách yêu cầu BCTC đã kiểm toán hàng năm để phát hành trái phiếu, yêu cầu các tổ chức phát hành ngoài ngành ngân hàng phải lập hồ sơ phát hành riêng cho từng đợt chào bán và mở rộng nghĩa vụ công bố thông tin trong suốt vòng đời của trái phiếu. Nghị định 200 cũng cụ thể hóa các điều khoản quan trọng trong Luật số 56/2024/QH15 và 76/2025/QH15, bao gồm giới hạn tỷ lệ đòn bẩy tối đa 5 lần đối với các tổ chức phát hành ngoài ngành tài chính và yêu cầu trái phiếu phát hành riêng lẻ cho NĐTCKCN cá nhân phải được xếp hạng tín nhiệm và được bảo đảm bằng tài sản đảm bảo hợp lệ. Nhìn chung, những biện pháp này tăng cường kỷ luật thị trường và đưa thị trường TPDN phát hành riêng lẻ Việt Nam tiệm cận với các thông lệ quốc tế.

Nhìn chung, Nghị định 200 thiết lập một khung pháp lý ổn định, dài hạn để tăng cường bảo vệ NĐT, nâng cao kỷ luật thị trường và hỗ trợ phát triển thị trường bền vững. Để hỗ trợ quá trình triển khai, [Bộ Tài chính dự kiến sẽ tổ chức các hội thảo tại Hà Nội và TP.HCM vào đầu tháng 7/2026](#) để hướng dẫn thực thi các quy định mới và giải đáp các vướng mắc phát sinh cho các thành viên thị trường.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 7/7.

Biểu đồ 1: Giá trị TPDN đang lưu hành theo ngành



Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ công HNX và VBMA vào ngày 3/7.
Nguồn: VBMA, HNX, HSC

Nâng chuẩn thị trường TPDN riêng lẻ

Nghị định 200/2026/NĐ-CP hợp nhất các Nghị định 153, 65 và 08, qua đó hoàn thiện khung pháp lý hậu khủng hoảng cho TPDN riêng lẻ tại Việt Nam, và chuyển trọng tâm quản lý sang tăng cường kỷ luật thị trường, minh bạch và phát triển bền vững. Được ban hành trong bối cảnh thị trường phục hồi sau giai đoạn biến động 2022-2023, Nghị định này hướng tới giải quyết những hạn chế mang tính cơ cấu của thị trường, khi quy mô thị trường hiện chỉ tương đương khoảng 10% GDP, trong đó 90% là phát hành riêng lẻ, và củng cố vai trò của TPDN như một kênh huy động bổ sung cho tín dụng ngân hàng. Kế thừa các cải cách trước đây, Nghị định nâng cao tiêu chuẩn phát hành, tăng cường công bố thông tin và siết chặt kiểm soát về tỷ lệ đòn bẩy, tài sản đảm bảo và sử dụng vốn. Nghị định cũng chính thức hóa xếp hạng tín nhiệm theo cấp độ công cụ nợ để tăng cường bảo vệ NĐT và kỷ luật thị trường, xây dựng nền tảng vững chắc hơn cho giai đoạn phát triển tiếp theo của thị trường TPDN Việt Nam.

Nghị định 200/2026/NĐ-CP: Hoàn thiện khung pháp lý về TPDN tại Việt Nam

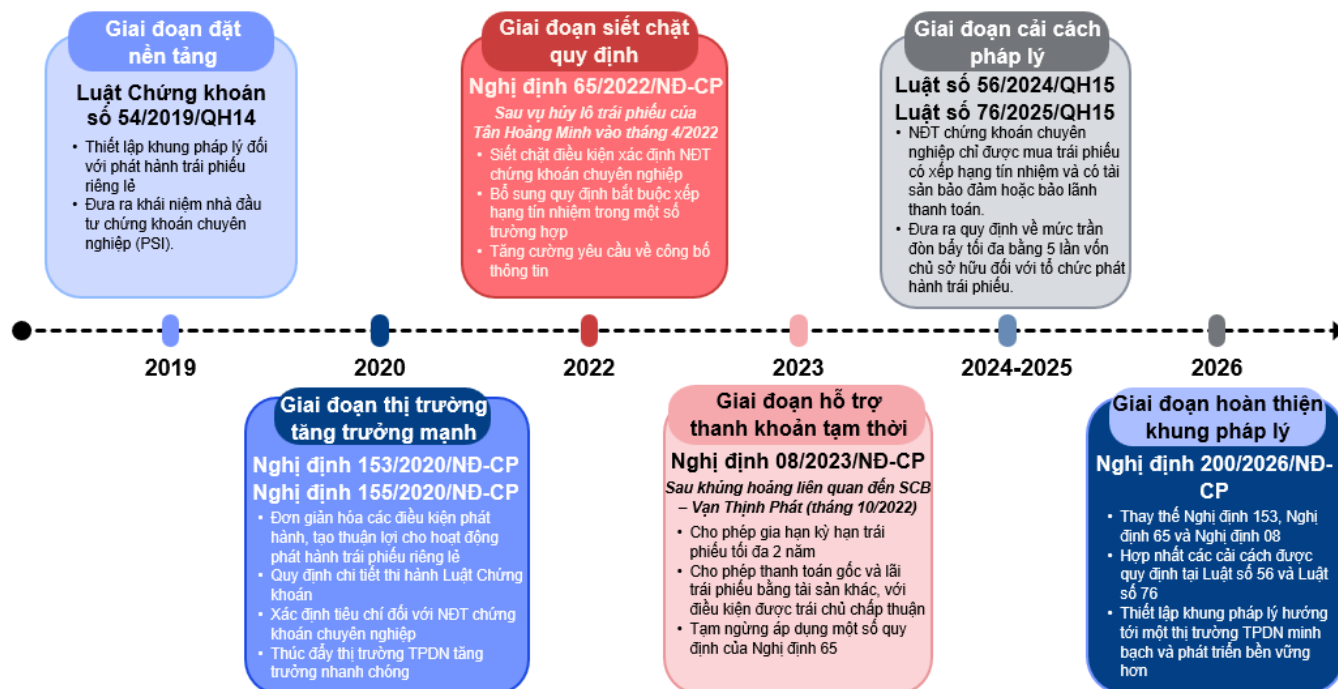
[Nghị định 200/2026/NĐ-CP](#) có hiệu lực từ ngày 5/6/2026, thay thế các Nghị định 153, 65 và 08, hợp nhất khung pháp lý quản lý thị trường TPDN riêng lẻ Việt Nam. Đồng thời, nghị định cũng cụ thể hóa các sửa đổi của Luật Chứng khoán được ban hành theo Luật số 56/2024/QH15 và Luật Doanh nghiệp theo Luật số 76/2025/QH15.

Trong 5 năm qua, khung pháp lý của thị trường TPDN đã phát triển từ việc hỗ trợ mở rộng thị trường nhanh chóng sang tăng cường kỷ luật thị trường và thúc đẩy tăng trưởng bền vững (Bảng 2). [Nghị định 153/2020/NĐ-CP](#) đã tạo động lực cho sự bùng nổ phát hành nhờ cơ chế tương đối thông thoáng, nhưng đồng thời cũng bộc lộ nhiều hạn chế về chất lượng doanh nghiệp phát hành, mức độ minh bạch thông tin và việc sử dụng vốn huy động.

Sau cuộc khủng hoảng thị trường năm 2022, [Nghị định 65/2022/NĐ-CP](#) đã khắc phục những thiếu sót này bằng cách thắt chặt các tiêu chuẩn phát hành thông qua việc yêu cầu nghiêm ngặt hơn đối với NĐTCKCN, mở rộng yêu cầu xếp hạng tín nhiệm và tăng cường nghĩa vụ công bố thông tin. Tuy nhiên, những cải cách được đưa ra vào thời điểm thị trường đang đối mặt với cuộc khủng hoảng niềm tin nghiêm trọng và làn sóng tháo chạy trái phiếu lớn, đã khiến hoạt động phát hành sụt giảm mạnh và điều kiện tái cấp vốn xấu đi. Để hạn chế nguy cơ gián đoạn lan rộng trên thị trường, Chính phủ sau đó đã ban hành [Nghị định 08/2023/NĐ-CP](#), tạm thời nới lỏng một số quy định theo Nghị định 65 nhằm hỗ trợ doanh nghiệp cơ cấu lại nghĩa vụ nợ và ổn định thị trường.

Hình 2: Khung thời gian hoàn thiện khung pháp lý đối với thị trường TPDN riêng lẻ tại Việt Nam

Nghị định mới đánh dấu việc hoàn tất quá trình hoàn thiện khung pháp lý sau giai đoạn khủng hoảng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp



Nguồn: Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14; Nghị định 153/2020/NĐ-CP; Nghị định 155/2020/NĐ-CP; Nghị định 65/2022/NĐ-CP; Nghị định 08/2023/NĐ-CP; Luật số 56/2024/QH15; Luật số 76/2025/QH15; Nghị định 200/2026/NĐ-CP; HSC.

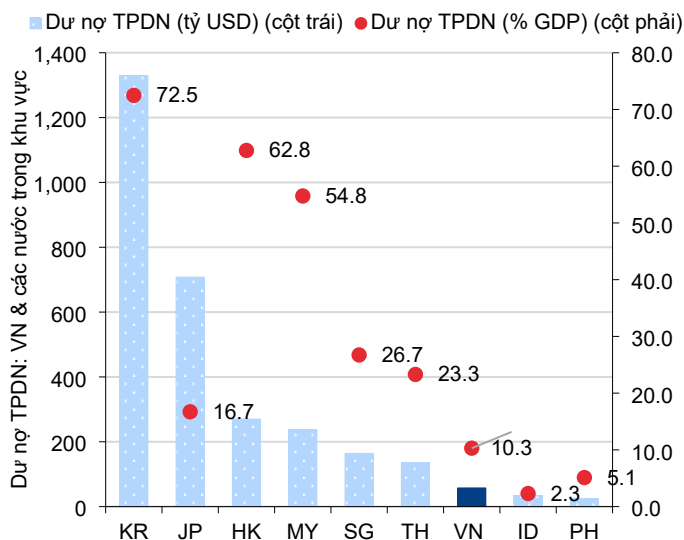
Khi điều kiện thị trường dần cải thiện, trọng tâm chính sách đã chuyển từ hỗ trợ ngắn hạn sang cải cách quy định dài hạn. Sự chuyển đổi này được phản ánh trong [Luật số 56/2024/QH15](#) và [76/2025/QH15](#), trong đó thiết lập các tiêu chuẩn cao hơn đối với doanh nghiệp phát hành và hoạt động phát hành trái phiếu. Trên cơ sở đó, **Nghị định 200** đánh dấu bước tiếp theo trong quá trình cải cách thị trường trái phiếu doanh nghiệp, hợp nhất các thay đổi pháp lý gần đây thành một khuôn khổ thống nhất hơn, qua đó nâng cao tính đồng bộ, minh bạch và kỷ luật của thị trường.

Thời điểm ban hành Nghị định 200 cũng phản ánh sự thay đổi trong bối cảnh kinh tế vĩ mô của Việt Nam. Sau hơn 2 năm điều chỉnh, thị trường TPDN đã dần phục hồi, phản ánh qua hoạt động phát hành (Biểu đồ 11) và niềm tin của NĐT được cải thiện. Ngoài ra, nhu cầu huy động tiếp tục gia tăng khi Chính phủ theo đuổi các mục tiêu tăng trưởng đầy tham vọng (tăng trưởng GDP tối thiểu 10% theo [Nghị quyết số 168](#)). Mặc dù NHNN đã triển khai nhiều biện pháp nhằm thúc đẩy tăng trưởng tín dụng và cải thiện thanh khoản hệ thống ngân hàng, tín dụng ngân hàng vẫn là nguồn cung vốn chủ đạo trong bối cảnh tốc độ tăng tín dụng tiếp tục vượt tăng trưởng huy động (Biểu đồ 12-13). Điều này cho thấy việc mở rộng các kênh huy động vốn thay thế vẫn rất quan trọng nhằm giảm sự phụ thuộc của nền kinh tế vào hệ thống ngân hàng trong dài hạn.

Từ đó, phát triển thị trường TPDN đã trở thành một ưu tiên mang tính chiến lược nhằm đa dạng hóa nguồn vốn, giảm sự phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng và nâng cao khả năng chống chịu của hệ thống tài chính. Mặc dù đang trong quá trình phục hồi, thị trường TPDN Việt Nam vẫn khiêm tốn so với các thị trường trong khu vực (Biểu đồ 3) với quy mô nhỏ hơn đáng kể so với [mục tiêu của Chính phủ là tương đương 25% GDP vào năm 2030](#). Ngoài ra, với khoảng 90% trái phiếu được phát hành thông qua hình thức phát hành riêng lẻ, thị trường cần một khuôn khổ thống nhất cho hoạt động phát hành trái phiếu riêng lẻ với hướng dẫn thực hiện rõ ràng hơn để tăng cường tính nhất quán, minh bạch và kỷ luật thị trường (Biểu đồ 4).

Biểu đồ 3: Quy mô thị trường TPDN: Việt Nam và các quốc gia trong khu vực

Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Việt Nam vẫn còn tương đối khiêm tốn so với các nước trong khu vực, cho thấy dư địa lớn để tiếp tục phát triển kênh huy động vốn này

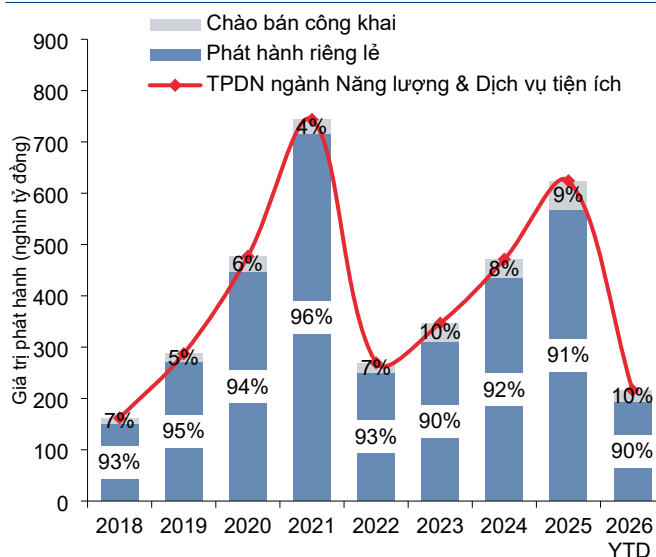


Ghi chú: KR = Hàn Quốc; JP = Nhật Bản; HK = Hồng Kông (Trung Quốc); ID = Indonesia; MY = Malaysia; PH = Philippines; SG = Singapore; TH = Thái Lan; VN = Việt Nam.

Nguồn: AsianBondsOnline (ADB), HSC

Biểu đồ 4: Dư nợ TPDN theo năm: Phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng

Các đợt phát hành riêng lẻ vẫn chiếm tỷ trọng lớn khoảng 90% tổng giá trị TPDN đang lưu hành tính đến cuối tháng 6



Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Do đó, mục tiêu của Nghị định 200 không phải kích thích phát hành trong ngắn hạn mà là nâng cao tiêu chuẩn thị trường bằng cách nâng cao tính minh bạch, siết chặt kỷ luật phát hành, tăng cường trách nhiệm giải trình của các bên tham gia thị trường và bảo vệ NĐT. Quan trọng hơn là Nghị định này đánh dấu sự chuyển dịch từ các phản ứng chính sách dựa trên tình hình khủng hoảng sang một khuôn khổ pháp lý ổn định, dài hạn, hỗ trợ vai trò của thị trường TPDN như một kênh huy động trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế.

Trong phần tiếp theo, HSC sẽ phân tích những thay đổi chính được đưa ra theo Nghị định 200 trong Bảng 5.

Bảng 5: Những điểm nổi bật của Nghị định 200 so với khung pháp lý trước đây

Kế thừa các cải cách pháp lý và quy định gần đây, Nghị định 200 hợp nhất các quy định chặt chẽ hơn về phát hành, công bố thông tin, bảo vệ nhà đầu tư và các khía cạnh quan trọng khác của thị trường TPDN trong một khung pháp lý thống nhất, qua đó tăng cường tính minh bạch và kỷ luật của thị trường

Chủ đề	Khung pháp lý trước đây	Nghị định 200/2026/NG-CP	Tác động chính
Hồ sơ chào bán	Doanh nghiệp phát hành trái phiếu trong vòng 90 ngày sau khi kết thúc năm tài chính được phép thay thế BCTC năm đã kiểm toán bằng BCTC bán niên hoặc BCTC Q4 đã được kiểm toán/soát xét trong trường hợp BCTC năm chưa hoàn tất kiểm toán.	Quy định ngoại lệ này đã được bãi bỏ. Doanh nghiệp phát hành phải nộp BCTC đã được kiểm toán của năm tài chính liền kề trước đó. Đối với công ty mẹ, phải bổ sung cả BCTC hợp nhất và BCTC riêng đã được kiểm toán. Đồng thời, doanh nghiệp phải có nghị quyết của cấp có thẩm quyền xác nhận hồ sơ phát hành đáp ứng đầy đủ điều kiện theo quy định..	Nâng cao độ tin cậy của hồ sơ chào bán thông qua việc yêu cầu thông tin tài chính đã được kiểm toán đầy đủ, giảm rủi ro doanh nghiệp huy động vốn dựa trên số liệu tài chính chưa được kiểm chứng đầy đủ, đồng thời tăng cường trách nhiệm của ban lãnh đạo đối với tính chính xác của thông tin công bố.
Đòn bẩy tài chính	Theo Luật Doanh nghiệp (sửa đổi), doanh nghiệp phát hành trái phiếu riêng lẻ phải duy trì hệ số nợ phải trả không vượt quá 5 lần vốn chủ sở hữu. Một số trường hợp được loại trừ áp dụng, bao gồm tổ chức phát hành là doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp phát hành trái phiếu để thực hiện dự án bất động sản, tổ chức tín dụng, doanh nghiệp kinh doanh bảo hiểm,...	Giữ nguyên giới hạn đòn bẩy hiện hành, theo đó tổng nợ phải trả (bao gồm cả giá trị trái phiếu dự kiến phát hành) không được vượt quá 5 lần vốn chủ sở hữu, đồng thời duy trì các trường hợp ngoại lệ hiện hành.	Củng cố kỷ luật tài chính bằng cách hạn chế tình trạng sử dụng đòn bẩy quá mức, qua đó góp phần nâng cao chất lượng tín dụng của các tổ chức phát hành trái phiếu.
Phát hành nhiều đợt	Tất cả doanh nghiệp phát hành đều được phép phát hành trái phiếu thành nhiều đợt theo cùng một kế hoạch phát hành.	Chỉ tổ chức tín dụng được tiếp tục phát hành nhiều đợt theo một phương án phát hành đã được phê duyệt. Các doanh nghiệp ngoài lĩnh vực ngân hàng phải lập hồ sơ phát hành riêng cho từng đợt chào bán.	Siết chặt quy trình huy động vốn của doanh nghiệp ngoài ngành ngân hàng bằng cách hạn chế việc huy động vốn kéo dài theo cùng một quyết định phê duyệt, đồng thời bảo đảm thông tin công bố được cập nhật cho từng đợt phát hành.
Sử dụng vốn thu được từ phát hành TP	Doanh nghiệp phát hành phải sử dụng vốn đúng mục đích đã công bố. Trường hợp giải ngân theo tiến độ, doanh nghiệp phải nêu phương án quản lý phần vốn tạm thời nhàn rỗi nhưng chưa có hướng dẫn cụ thể.	Doanh nghiệp phát hành được phép tạm thời gửi phần vốn chưa giải ngân vào tiền gửi ngân hàng hoặc chứng chỉ tiền gửi trước thời điểm giải ngân theo kế hoạch, đồng thời phải công bố rõ phương án này trong hồ sơ phát hành. Trường hợp vốn được giải ngân thông qua bên thứ ba, doanh nghiệp phát hành phải thiết lập cơ chế giám sát việc sử dụng vốn.	Tăng cường giám sát việc sử dụng vốn sau phát hành trong khi vẫn duy trì sự linh hoạt trong quản lý ngân quỹ. Quy định mới cũng góp phần giảm rủi ro sử dụng vốn sai mục đích, đặc biệt đối với các dự án được triển khai thông qua đơn vị trung gian hoặc công ty dự án.
Nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp	Theo Luật số 56/2024/QH15, NĐT cá nhân chuyên nghiệp chỉ được mua, giao dịch hoặc chuyển nhượng trái phiếu phát hành riêng lẻ khi trái phiếu đó được xếp hạng tín nhiệm và có tài sản bảo đảm, hoặc bảo lãnh thanh toán.	Nghị định mới đưa ra ngoại lệ cho trái phiếu chuyển đổi: cá nhân được tham gia mua, giao dịch, chuyển nhượng đối với trái phiếu chuyển đổi của công ty đại chúng, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ mà không cần xếp hạng tín nhiệm. Đối với các đợt phát hành riêng lẻ khác, các điều kiện hiện hành vẫn được giữ nguyên.	Nâng cao mức độ bảo vệ nhà đầu tư cá nhân thông qua yêu cầu xếp hạng tín nhiệm và cơ chế bảo đảm đối với trái phiếu. Việc đánh giá rủi ro ở cấp độ từng lô trái phiếu giúp nhà đầu tư đánh giá chính xác hơn mức độ rủi ro của từng đợt phát hành, thay vì chỉ dựa vào chất lượng tín dụng chung của tổ chức phát hành.
Tài sản bảo đảm và bảo lãnh thanh toán	Tài sản bảo đảm có thể bao gồm cổ phiếu, phần vốn góp hoặc trái phiếu do chính doanh nghiệp phát hành hoặc doanh nghiệp liên kết phát hành.	Đối với trái phiếu phát hành riêng lẻ chào bán cho NĐT cá nhân chuyên nghiệp, tài sản bảo đảm hoặc bảo lãnh thanh toán phải đảm bảo đầy đủ cho toàn bộ giá trị gốc trái phiếu. Cổ phiếu, trái phiếu và phần vốn góp do chính doanh nghiệp phát hành sẽ không còn được chấp nhận làm tài sản bảo đảm.	Tăng cường bảo vệ NĐT cá nhân chuyên nghiệp thông qua việc nâng cao chất lượng tài sản bảo đảm và giảm sự phụ thuộc vào các tài sản do chính tổ chức phát hành tạo ra, qua đó cải thiện khả năng thu hồi vốn trong trường hợp doanh nghiệp mất khả năng thanh toán.
Sửa đổi điều khoản và điều kiện của TP	Việc sửa đổi điều khoản và điều kiện của trái phiếu phải được tối thiểu 65% trái chủ của cùng một đợt phát hành chấp thuận. Tuy nhiên, chưa có quy định cụ thể nhằm bảo vệ quyền lợi của các trái chủ không đồng ý với việc sửa đổi.	Ngưỡng chấp thuận 65% vẫn được giữ nguyên. Tuy nhiên, doanh nghiệp phát hành phải hoàn tất việc mua lại trước hạn đối với lượng trái phiếu do các trái chủ không đồng ý với phương án sửa đổi nắm giữ trước khi thực hiện các thay đổi.	Tăng cường bảo vệ quyền lợi của các trái chủ thiểu số, đồng thời buộc doanh nghiệp cân nhắc kỹ hơn khi đề xuất sửa đổi điều kiện trái phiếu do có thể phát sinh nghĩa vụ mua lại trước hạn.

Yêu cầu về công bố thông tin

Doanh nghiệp phát hành phải công bố thông tin trước khi phát hành, kết quả phát hành, báo cáo định kỳ và các sự kiện có ảnh hưởng trọng yếu.

Mở rộng đáng kể các yêu cầu về công bố thông tin trong suốt vòng đời của trái phiếu, bao gồm việc chậm thanh toán gốc hoặc lãi, quá trình đàm phán với trái chủ, việc mua lại bắt buộc trước hạn, thay đổi người đại diện theo pháp luật và tình hình sử dụng vốn cho đến khi giải ngân hết số tiền huy động hoặc không còn dư nợ trái phiếu.

Nâng cao tính minh bạch trong suốt vòng đời của trái phiếu, giúp nhà đầu tư theo dõi tốt hơn tình hình tài chính của tổ chức phát hành cũng như việc sử dụng vốn thu được từ phát hành, qua đó củng cố niềm tin vào thị trường.

Nguồn: Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14; Nghị định 153/2020/NĐ-CP; Nghị định 155/2020/NĐ-CP; Nghị định 65/2022/NĐ-CP; Nghị định 08/2023/NĐ-CP; Luật số 56/2024/QH15; Luật số 76/2025/QH15; Nghị định 200/2026/NĐ-CP; HSC.

Xếp hạng tín nhiệm trở thành nền tảng của kỷ luật thị trường

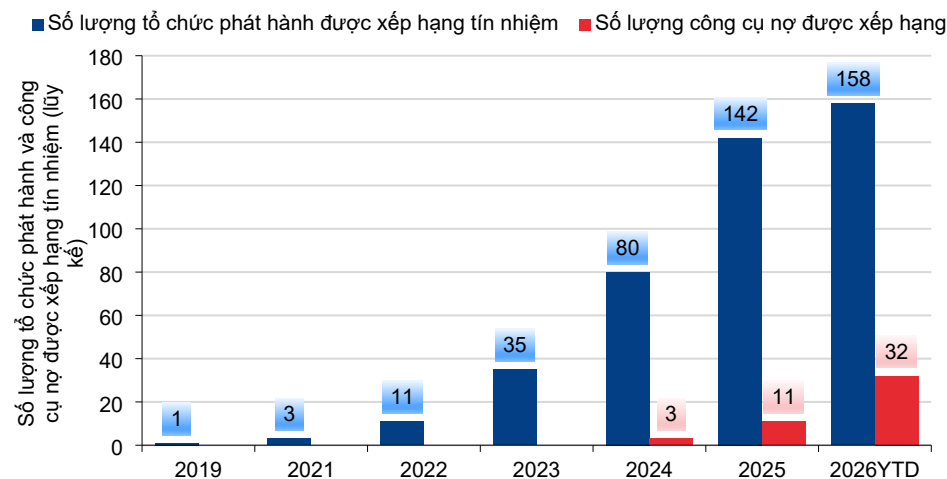
Một trong những thay đổi đáng chú ý nhất theo Nghị định 200 là xếp hạng tín nhiệm đóng vai trò ngày càng lớn trong thị trường TPDN Việt Nam. Dựa trên Luật số 56/2024/QH15, khung pháp lý mới tiếp tục quy định NĐTCKCN cá nhân chỉ được mua, giao dịch hoặc chuyển nhượng trái phiếu phát hành riêng lẻ nếu trái phiếu này được xếp hạng tín nhiệm và được bảo đảm bằng tài sản đảm bảo hoặc bảo lãnh thanh toán. Đồng thời, Nghị định 200 đưa ra ngoại lệ đối với trái phiếu chuyển đổi do các công ty đại chúng, CTCK và công ty quản lý quỹ phát hành, cho phép NĐTCKCN cá nhân tham gia mà không cần phải có xếp hạng tín nhiệm bắt buộc.

Quan trọng hơn, Nghị định 200 nhấn mạnh vào xếp hạng tín nhiệm công cụ nợ bằng cách yêu cầu rõ ràng xếp hạng tín nhiệm cho từng lô trái phiếu cụ thể trong các đợt phát hành riêng lẻ có sự tham gia của NĐTCKCN cá nhân. Cách tiếp cận này phản ánh phương pháp đánh giá rủi ro sát thực tế hơn. Trái phiếu do cùng một công ty phát hành có thể mang hồ sơ rủi ro khác nhau đáng kể tùy thuộc vào tài sản đảm bảo, thứ tự ưu tiên, thời hạn đáo hạn và các điều khoản hợp đồng khác. Do đó, xếp hạng tín nhiệm theo từng lô trái phiếu giúp NĐT đánh giá chính xác hơn về rủi ro liên quan đến từng công cụ so với chỉ dựa vào xếp hạng tín dụng ở cấp độ tổ chức phát hành.

Tính đến cuối tháng 6, 158 tổ chức phát hành đã nhận được xếp hạng tín nhiệm, tương đương khoảng 36% tổng số tổ chức phát hành TPDN (Biểu đồ 7). Ngược lại, chỉ có 46 trái phiếu được xếp hạng ở cấp độ công cụ nợ, tương đương với chỉ 1% tổng số lượng trái phiếu đang lưu hành trên thị trường (Biểu đồ 8). Mặc dù xếp hạng của tổ chức phát hành trải rộng trên nhiều bậc xếp hạng khác nhau, trái phiếu được xếp hạng vẫn tập trung ở mức AAA đến BB+, và chủ yếu được phát hành bởi các doanh nghiệp phát triển BĐS (Biểu đồ 9-10). Điều này cho thấy xếp hạng tín nhiệm ở cấp độ trái phiếu vẫn đang trong giai đoạn đầu phát triển, mới tập trung ở một số lĩnh vực nhất định và còn nhiều dư địa để mở rộng.

Biểu đồ 6: Số lượng tổ chức phát hành và công cụ nợ được xếp hạng tín nhiệm (lũy kế)

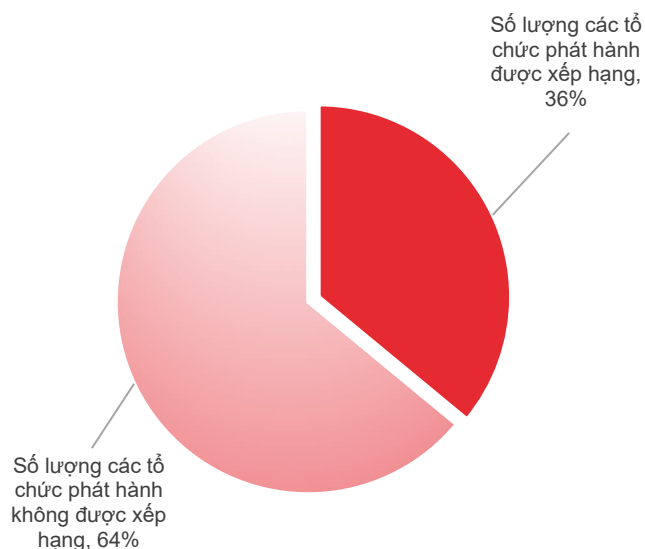
Hoạt động xếp hạng tín nhiệm ngày càng được mở rộng trong những năm gần đây, phản ánh sự hỗ trợ mạnh mẽ hơn từ khung pháp lý cũng như việc tính minh bạch của thị trường đang dần được cải thiện



Nguồn: FiiRatings, S&I Ratings, VIS Ratings, Saigon Ratings, HSC

Biểu đồ 7: Tỷ trọng các tổ chức phát hành trái phiếu được xếp hạng và chưa được xếp hạng tín nhiệm

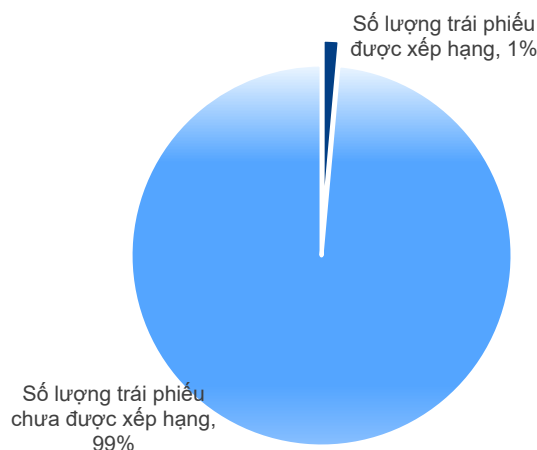
Tính đến cuối tháng 6/2026, khoảng 36% tổ chức phát hành TPDN đã được xếp hạng tín nhiệm



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 8: Tỷ trọng trái phiếu được xếp hạng và chưa được xếp hạng tín nhiệm (theo từng lô trái phiếu)

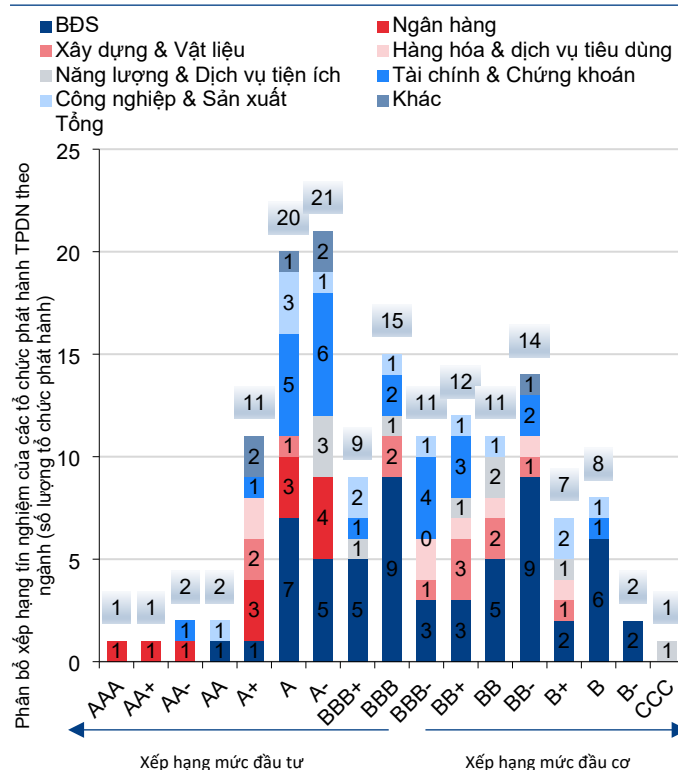
Ngược lại, mới chỉ có 46 trái phiếu được xếp hạng tín nhiệm ở cấp độ công cụ nợ, tương đương khoảng 1% số lượng trái phiếu đang lưu hành trên thị trường



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 9: Phân bố xếp hạng tín nhiệm của các tổ chức phát hành TPDN theo ngành

Xếp hạng tín nhiệm của các tổ chức phát hành trái rộng trên nhiều bậc xếp hạng...

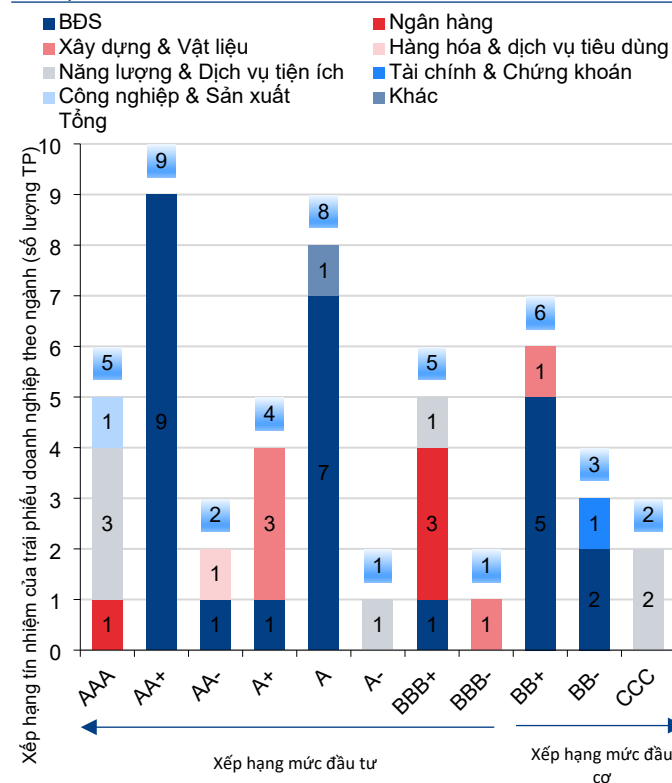


Ghi chú: Không bao gồm các xếp hạng tín nhiệm theo yêu cầu bảo mật; bao gồm các xếp hạng tín nhiệm của tổ chức phát hành đã hết hiệu lực. Xếp hạng hết hiệu lực là các xếp hạng không còn hiệu lực do trái phiếu liên quan không còn lưu hành, hoặc do tổ chức xếp hạng tín nhiệm đã ngừng thực hiện xếp hạng đối với tổ chức phát hành.

Nguồn: FiiRatings, S&I Ratings, VIS Ratings, Saigon Ratings, HSC

Biểu đồ 10: Phân bố xếp hạng tín nhiệm của TPDN theo ngành (ở cấp độ công cụ nợ)

...trong khi các trái phiếu được xếp hạng tín nhiệm chủ yếu tập trung trong dải từ AAA đến BB+ và phần lớn do các doanh nghiệp BĐS phát hành



Nguồn: FiiRatings, S&I Ratings, VIS Ratings, Saigon Ratings, HSC

Xu hướng chuyển sang xếp hạng ở cấp độ công cụ nợ bắt đầu được chú trọng sau khi Luật số 56/2024/QH15 đưa ra quy định NĐTCKCN cá nhân chỉ có thể đầu tư vào trái phiếu phát hành riêng lẻ có xếp hạng tín nhiệm và được bảo đảm bằng tài sản đảm bảo hoặc bảo lãnh thanh toán. Tuy nhiên, việc thực hiện vẫn còn hạn chế do thiếu hướng dẫn chi tiết cũng như thời điểm áp dụng chính thức được lùi đến đầu năm 2026. Nghị định 200 hiện đã cụ thể hóa yêu cầu này bằng cách làm rõ rằng xếp hạng tín nhiệm ở cấp độ trái phiếu là bắt buộc đối với các đợt chào bán hướng đến các NĐTCKCN là cá nhân. Theo tổng hợp số liệu từ 4 cơ quan xếp hạng tín nhiệm trong nước của Việt Nam (FiiRatings, VIS Ratings, Saigon Ratings và S&I Ratings), tính riêng nửa đầu năm 2026, khoảng 32 lô trái phiếu đã được xếp hạng ở cấp độ công cụ nợ, tăng gần 3 lần so với 11 lô trái phiếu được xếp hạng trong năm 2025 (Biểu đồ 6).

Mặc dù hoạt động xếp hạng tăng nhanh, tỷ lệ trái phiếu được xếp hạng vẫn khiêm tốn. Chúng tôi tin rằng điều này cho thấy tiềm năng tăng trưởng đáng kể của ngành xếp hạng tín nhiệm trong nước của Việt Nam khi khung pháp lý mới dần được triển khai. Trong trung hạn, nhu cầu xếp hạng ở cấp độ trái phiếu dần gia tăng sẽ tăng cường tính minh bạch của thị trường, kỷ luật phát hành và khuyến khích các tổ chức phát hành nâng cao chất lượng tín dụng và tiêu chuẩn công bố thông tin để mở rộng khả năng tiếp cận NĐT.

Đánh giá chung

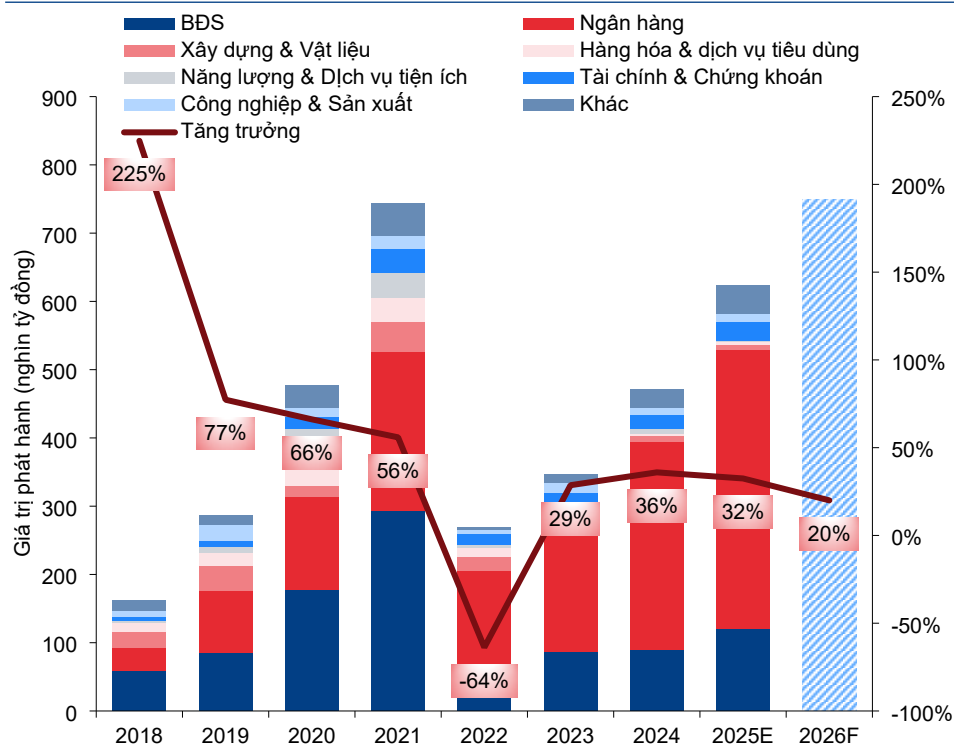
Nhìn chung, Nghị định 200 không tạo ra sự thay đổi mang tính bước ngoặt về định hướng quản lý, mà chủ yếu hợp nhất, chuẩn hóa và hoàn thiện các cải cách đã được triển khai trong những năm gần đây thành một khuôn khổ pháp lý thống nhất và nhất quán hơn. Không như các nghị định trước đây, chủ yếu nhằm giải quyết những biến động thị trường ngắn hạn, Nghị định 200 tập trung vào việc nâng cao chất lượng thị trường thông qua 3 trụ cột chính: (i) nâng cao tiêu chuẩn phát hành, (ii) tăng cường bảo vệ NĐT và (iii) cải thiện tính minh bạch trong suốt vòng đời trái phiếu. Mặc dù các quy định mới có thể làm tăng chi phí tuân thủ và nâng cao ngưỡng gia nhập đối với các tổ chức phát hành yếu hơn nhưng sẽ củng cố niềm tin NĐT và xây dựng nền tảng vững chắc hơn cho sự phát triển lâu dài của thị trường.

Thời gian tới, Bộ Tài chính cũng đang tham vấn về dự thảo nghị định quy định việc phát hành trái phiếu cho các dự án hợp tác công tư (PPP) (Mời xem báo cáo của HSC: "[Trái phiếu PPP: Định hình trụ cột mới cho huy động vốn hạ tầng tại Việt Nam](#)", ngày 24/6/2026). Nếu được ban hành, nghị định này sẽ bổ sung cho Nghị định 200 bằng cách mở rộng các kênh huy động dài hạn cho đầu tư hạ tầng và tiếp tục đa dạng hóa thị trường TPDN Việt Nam.

Để tạo điều kiện thuận lợi cho việc triển khai, [Bộ Tài chính dự kiến tổ chức các hội thảo tại Hà Nội và TP.HCM vào đầu tháng 7/2026](#) nhằm phổ biến các quy định mới và giải đáp những vướng mắc thực tiễn của doanh nghiệp phát hành, các tổ chức cung cấp dịch vụ cũng như các thành viên khác trên thị trường. Nghị định 200 cùng với các văn bản hướng dẫn thực thi dự kiến sẽ hỗ trợ giai đoạn phát triển tiếp theo của thị trường TPDN Việt Nam, với trọng tâm là nâng cao chất lượng phát hành, tăng cường tính minh bạch và hướng tới tăng trưởng bền vững.

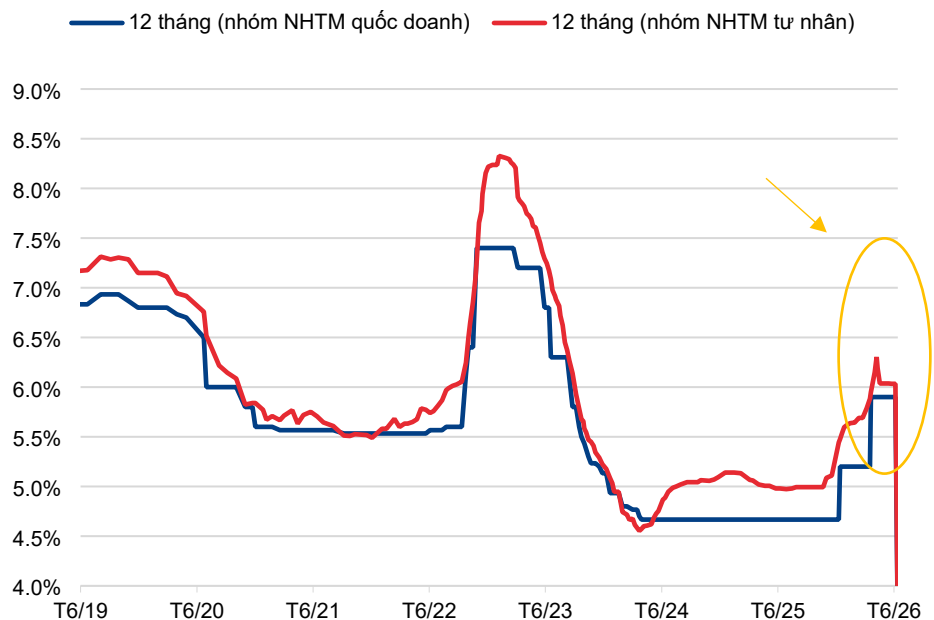
Phụ lục: Các số liệu quan trọng khác

Biểu đồ 11: Giá trị trái phiếu phát hành hàng năm theo ngành



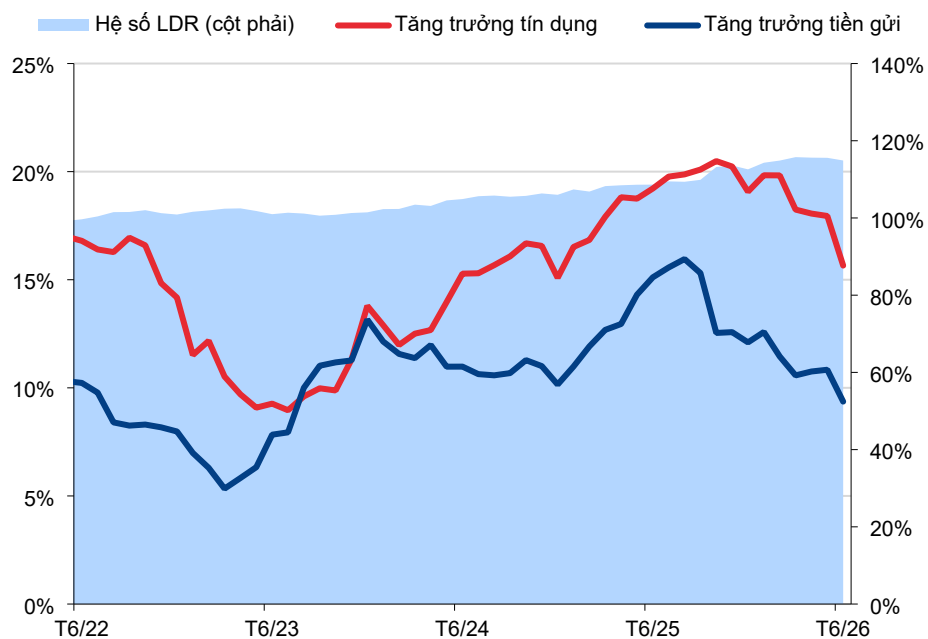
Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ cổng HNX và VBMA vào ngày 3/7.
Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 12: Lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 12 tháng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 13: Tăng trưởng tín dụng so với tăng trưởng tiền gửi & hệ số LDR



Nguồn: NHNN, HSC

Bảng 14: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F
Tỷ giá									
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	23,085	22,765	23,555	24,265	25,480	26,300	27,000	27,500	27,800
Tỷ giá (VND: CNY)	3,535	3,579	3,415	3,418	3,491	3,761	4,060	4,167	4,212
GDP và việc làm									
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	2.87	2.55	8.54	4.98	7.04	8.02	7.60	8.00	8.00
GDP (tỷ USD)	346	370	411	433	476	514	540	572	616
GDP bình quân đầu người (USD)	3,558	3,757	4,132	4,316	4,702	5,026	5,235	5,491	5,861
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	4.35	-2.20	0.34	5.96	6.41	6.38	-0.93	0.35	0.49
Nợ công/GDP (%)	43.8	44.7	37.4	36.9	37.0	36.8	37.6	39.3	40.9
Nợ Chính phủ/GDP (%)	38.5	39.6	34.7	33.3	33.0	33.2	34.4	36.4	38.2
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.7	2.5	3.1	2.9	2.8	3.6	4.3	5.1	5.2
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	115	124	125	133	136	145	150	154	158
FDI giải ngân / FDI (%)	5.8	5.3	5.4	5.4	5.3	5.4	5.6	5.6	5.6
Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)	2.37	3.56	2.32	2.26	2.22	2.22	2.60	2.50	2.50
Giá cả									
Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)	3.2	1.8	3.1	3.3	3.6	3.3	4.7	4.2	4.1
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	0.2	1.8	4.5	3.6	2.9	3.5	5.1	4.5	4.3
Tiền tệ và lãi suất									
Lãi suất điều hành (%)	4.00	4.00	6.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)	0.2	0.7	4.4	0.5	4.0	1.8	4.0	4.0	4.0
Tăng trưởng tín dụng (y/y %)	12.2	13.6	14.2	13.8	15.1	19.0	14.0	13.5	13.0
Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)	12,111	13,402	14,227	15,999	17,915	20,781	23,482	26,418	29,588
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	14.5	10.7	6.2	12.5	12.0	16.0	13.0	12.5	12.0
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	95	107	85	90	81	83	78	85	95
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%)	5.6	5.5	7.4	4.8	4.6	5.2	5.9	6.0	6.0
Trần lãi suất huy động (< 6 tháng, %)	4.0	4.0	6.0	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (%)	1.2	1.0	4.6	1.9	2.4	3.3	4.2	4.3	4.4
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)	2.0	2.9	4.8	2.2	2.8	3.8	4.4	4.5	4.6
Thương mại và kinh tế đối ngoại									
Cán cân thương mại (tỷ USD)	19.9	3.3	12.1	28.4	24.9	20.0	2.2	5.2	7.1
Tài khoản vãng lai (tỷ USD)	15.1	-8.1	1.4	25.8	30.5	32.8	-5.0	2.0	3.0
Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)	263	333	360	326	381	455	540	594	679
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	3.7	26.7	8.0	-9.2	16.7	19.4	18.7	10.0	14.3
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	283	336	372	355	406	475	542	599	686
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	6.9	18.9	10.6	-4.6	14.4	17.0	14.2	10.5	14.5
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	129	140	149	142	155	169	177	188	203
Nợ nước ngoài/GDP (%)	37.3	37.7	36.2	32.7	32.6	32.8	32.8	32.8	33.0
Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)	20.0	19.7	22.4	23.2	25.4	27.6	30.0	31.9	34.5
Vốn FDI cam kết (tỷ USD)	28.5	31.2	27.7	39.4	38.2	38.4	40.8	45.0	48.0
Kinh doanh & Tiêu dùng									
PMI ngành sản xuất (cuối năm)	51.7	52.5	46.4	48.9	49.8	53.8	50.0	51.0	51.0
Chỉ số sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	9.5	8.7	0.2	5.8	8.8	10.1	9.0	8.0	9.0
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	13.1	10.9	0.6	7.6	10.2	10.9	10.0	9.0	10.0
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)	4.9	6.0	8.0	3.6	9.8	10.5	10.0	9.5	10.0
Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)	-0.9	-9.1	19.8	9.4	9.0	9.2	12.0	13.0	13.0

Ghi chú: Lạm phát bình quân 12 tháng là lạm phát bình quân trượt 12 tháng của lạm phát tổng thể so với cùng kỳ, sử dụng phép tính trung bình nhân.

$$\text{Lạm phát trung bình 12 tháng tại thời điểm } t_0 = [(1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t-11) \times \dots \times (1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t_0)]^{1/12} - 1$$

Nguồn: Bloomberg, GSO, IMF, MoF, WB, HSC

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn