

Trái phiếu PPP: Định hình trụ cột mới cho huy động vốn hạ tầng 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

- Dự thảo Nghị định của Chính phủ giới thiệu khuôn khổ phát hành dành riêng cho các dự án PPP bằng cách nới lỏng các yêu cầu về lịch sử hoạt động và lợi nhuận, đồng thời thắt chặt các quy định về bảo lãnh, xếp hạng tín nhiệm, tiêu chuẩn công bố thông tin và các yêu cầu quản lý rủi ro khác nhằm tăng cường bảo vệ NĐT và nâng cao tính minh bạch của thị trường.
- Khuôn khổ pháp lý này có thể tạo ra dư địa tăng cho dự báo tăng trưởng phát hành TPDN trong năm 2026 của chúng tôi (tăng trưởng 20%). Tuy nhiên, chúng tôi hiện chưa điều chỉnh dự báo cho đến khi có thông tin về thời điểm Nghị định này chính thức có hiệu lực.
- Nếu được ban hành, hoạt động phát hành trong giai đoạn đầu nhiều khả năng sẽ diễn ra theo lộ trình thận trọng và có tính chọn lọc, tập trung vào các doanh nghiệp phát triển hàng đầu, do các yêu cầu phát hành trái phiếu PPP nghiêm ngặt hơn so với phát hành riêng lẻ.

Sự hình thành của một khuôn khổ trái phiếu PPP chuyên biệt

[Dự thảo Nghị định về phát hành trái phiếu dự án PPP ra công chúng](#) đánh dấu một bước tiến quan trọng hướng tới xây dựng kênh huy động dài hạn chuyên biệt phục vụ đầu tư cơ sở hạ tầng, trong bối cảnh Việt Nam bước vào chu kỳ phát triển hạ tầng mới với nhu cầu vốn hàng năm ước tính từ 30-40 tỷ USD trong giai đoạn 2025-2040. Khung pháp lý này đưa ra cơ chế phát hành phù hợp hơn cho các công ty thực hiện dự án PPP, bằng cách nới lỏng các yêu cầu về lịch sử hoạt động và lợi nhuận, đồng thời thắt chặt các quy định về bảo lãnh thanh toán, xếp hạng tín nhiệm, giới hạn đòn bẩy, và tiêu chuẩn công bố thông tin để tăng cường bảo vệ NĐT và nâng cao minh bạch của thị trường. Việc cơ quan quản lý lựa chọn hình thức phát hành ra công chúng thay vì phát hành riêng lẻ cho thấy hướng rõ ràng trong việc xây dựng một thị trường minh bạch và có uy tín về mặt thể chế.

Trong bối cảnh quy mô thị trường TPDN Việt Nam vẫn tương đối nhỏ, chỉ tương đương khoảng 10% GDP so với mục tiêu 25% của Chính phủ vào năm 2030, trái phiếu PPP có thể trở thành động lực tăng trưởng dài hạn quan trọng cho thị trường vốn trong nước, đồng thời đóng vai trò là kênh huy động bổ trợ cho hệ thống ngân hàng. Dự thảo Nghị định cũng có thể tạo ra dư địa tăng đối với dự báo tăng trưởng phát hành trái phiếu doanh nghiệp năm 2026 của chúng tôi ở mức 20% so với cùng kỳ, dù chúng tôi hiện chưa điều chỉnh dự báo cho đến khi thời điểm Nghị định chính thức có hiệu lực được công bố.

Nhìn chung, tác động trong ngắn hạn nhiều khả năng sẽ diễn ra theo lộ trình từng bước, do khuôn khổ đề xuất đặt ra các tiêu chuẩn phát hành cao hơn liên quan đến bảo đảm thanh toán, xếp hạng tín nhiệm, nghĩa vụ công bố thông tin và tuân thủ quy định. Do đó, hoạt động phát hành ban đầu có thể vẫn mang tính chọn lọc trong số các doanh nghiệp phát triển hàng đầu. Tuy nhiên, nếu được triển khai hiệu quả, khuôn khổ này có thể góp phần thúc đẩy sự phát triển sâu rộng hơn của thị trường vốn, đồng thời hỗ trợ hình thành một mô hình huy động vốn cho hạ tầng bền vững hơn trong dài hạn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 9/6.

Biểu đồ 1: Những điểm chính của Dự thảo Nghị định về phát hành trái phiếu dự án PPP ra công chúng



Nguồn: Dự thảo Nghị định về trái phiếu dự án PPP, HSC

Tài trợ cho chu kỳ tăng trưởng cơ sở hạ tầng tiếp theo của Việt Nam

Khuôn khổ phát hành trái phiếu PPP của Việt Nam đánh dấu một bước tiến quan trọng hướng tới xây dựng kênh tài chính dài hạn chuyên biệt cho đầu tư cơ sở hạ tầng, trong bối cảnh nhu cầu vốn hàng năm ở mức 30-40 tỷ USD trong giai đoạn 2025-2040. Dự thảo Nghị định giới thiệu cơ chế phát hành phù hợp hơn cho các dự án PPP, đồng thời tăng cường bảo vệ NĐT thông qua việc thắt chặt các quy định về bảo lãnh, xếp hạng tín nhiệm, đòn bẩy và tiêu chuẩn công bố thông tin. Trái phiếu PPP cũng có thể trở thành động lực tăng trưởng mới cho thị trường TPDN Việt Nam với quy mô vẫn tương đối nhỏ, chỉ tương đương khoảng 10% GDP. Mặc dù tác động ngắn hạn có thể diễn ra từ từ để các tổ chức phát hành thích nghi với các tiêu chuẩn quản lý và phát hành mới, việc triển khai hiệu quả có thể hỗ trợ thị trường vốn phát triển sâu rộng hơn trong dài hạn.

Bối cảnh: Thu hẹp khoảng trống tài trợ hạ tầng của Việt Nam

Khuôn khổ đề xuất về trái phiếu PPP của Việt Nam được đưa ra trong bối cảnh đất nước bước vào chu kỳ phát triển cơ sở hạ tầng quy mô lớn, với **nhu cầu tài chính cơ sở hạ tầng** hàng năm ước tính đạt 30-40 tỷ USD trong giai đoạn 2025-2040. Khi nguồn lực ngân sách nhà nước khó có thể đáp ứng đầy đủ nhu cầu vốn ngày càng gia tăng, việc huy động nguồn vốn dài hạn từ khu vực tư nhân thông qua thị trường vốn trở nên cấp thiết hơn bao giờ hết.

Hiện nay, hoạt động tài trợ cho hạ tầng vẫn **phụ thuộc đáng kể vào hệ thống Ngân hàng**, làm gia tăng rủi ro mất cân đối kỳ hạn khi các dự án có vòng đời dài chủ yếu được tài trợ bằng nguồn tín dụng ngắn và trung hạn. Trong khi đó, **khuôn khổ pháp lý hiện hành đối với TPDN chưa thực sự phù hợp với đặc thù của các dự án PPP**, đặc biệt là do đặc thù của các công ty SPV tài trợ dự án, thời gian đầu tư dài và cấu trúc tài sản đảm bảo chuyên biệt.

Từ đó, Dự thảo Nghị định này được kỳ vọng sẽ thiết lập một khuôn khổ huy động vốn phù hợp hơn với các dự án PPP, qua đó mở rộng các kênh dẫn vốn dài hạn, thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu Việt Nam và hỗ trợ chiến lược tăng trưởng dựa trên đầu tư hạ tầng của đất nước trong thập kỷ tới.

Tổng quan về dự thảo nghị định đối với trái phiếu dự án PPP phát hành ra công chúng

[Dự thảo Nghị định](#) thiết lập một khuôn khổ pháp lý riêng cho hoạt động phát hành ra công chúng trái phiếu dự án PPP, nhằm tạo điều kiện thuận lợi để tài trợ cho đầu tư cơ sở hạ tầng dài hạn đồng thời tăng cường bảo vệ NĐT và nâng cao tính minh bạch của thị trường. Một số điểm nổi bật của khuôn khổ đề xuất bao gồm:

- **Cấu trúc trái phiếu:** Tất cả trái phiếu PPP phát hành đại chúng phải là trái phiếu có bảo đảm, không chuyển đổi và không kèm chứng quyền.
- **Yêu cầu hợp đồng dự án PPP:** Các công ty dự án PPP được thành lập với mục đích duy nhất để ký kết và thực hiện các hợp đồng dự án PPP. Do đó, doanh nghiệp PPP muốn phát hành trái phiếu phải có hợp đồng dự án PPP được ký kết theo quy định của pháp luật.
- **Mục đích sử dụng vốn:** Nguồn vốn thu được từ việc phát hành trái phiếu chỉ được sử dụng để thực hiện dự án PPP hoặc cơ cấu lại nợ của chính doanh nghiệp dự án đó.

Điều kiện phát hành chính bao gồm:

- **Về điều kiện kết quả hoạt động kinh doanh:** Với tính chất đặc thù của loại hình doanh nghiệp PPP, điều kiện chào bán của doanh nghiệp dự án PPP không quy định về thời gian hoạt động tối thiểu, điều kiện về kết quả hoạt động kinh doanh như doanh nghiệp thông thường.
- **Xếp hạng tín nhiệm:** Trái phiếu phải được xếp hạng tín nhiệm bởi tổ chức độc lập, trừ trường hợp được các tổ chức tài chính hoặc tín dụng đủ điều kiện bảo lãnh

thanh toán toàn bộ gốc và lãi. Trong trường hợp này, tổ chức thực hiện bảo lãnh thanh toán phải được xếp hạng tín nhiệm.

- **Tài sản đảm bảo và bảo lãnh thanh toán:** (1) Trường hợp chưa vận hành: Trái phiếu phải được bảo lãnh thanh toán vô điều kiện và không hủy ngang toàn bộ lãi và gốc bởi tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài hoặc tổ chức tài chính quốc tế. (2) Trường hợp đã vận hành: Trái phiếu có thể được bảo đảm bằng tài sản (quyền kinh doanh công trình, hệ thống cơ sở hạ tầng) và/hoặc bảo lãnh thanh toán.
- **Quy định kiểm soát tổng mức vay:** Tổng số vốn vay (bao gồm cả trái phiếu) không được vượt quá tổng số vốn vay quy định tại hợp đồng dự án PPP và các phụ lục liên quan, ngoại trừ trường hợp phát hành nhằm tái cơ cấu nợ.
- **Không có nợ quá hạn:** Các tổ chức phát hành không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên một năm.
- **Yêu cầu về tư vấn và đại diện:** Phải có công ty chứng khoán tư vấn hồ sơ và có đại diện người sở hữu trái phiếu để bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư.

Về việc sử dụng tiền và giám sát:

- **Phản tiền giải ngân:** Trong thời gian chưa giải ngân hết số tiền thu được để thực hiện dự án, tổ chức phát hành có thể sử dụng số tiền nhàn rỗi này vào các mục đích an toàn như: gửi tiết kiệm ngân hàng, mua trái phiếu chính phủ hoặc trái phiếu được chính phủ bảo lãnh, mua chứng chỉ tiền gửi của ngân hàng.
- **Nâng cao yêu cầu công bố thông tin:** Các đơn vị phát hành trái phiếu PPP phải công bố định kỳ tiến độ thực hiện dự án, kết quả xếp hạng tín nhiệm và các sự kiện quan trọng có thể ảnh hưởng đến khả năng thanh toán nợ. Các sự kiện bất thường liên quan đến tài sản đảm bảo hoặc dòng tiền dự án phải được công bố trong 24 giờ.

Phát hành đại chúng - Kênh huy động vốn phù hợp cho các dự án PPP

Một khía cạnh đáng chú ý của Dự thảo Nghị định này là quyết định của cơ quan quản lý về việc xây dựng khuôn khổ phát hành trái phiếu PPP đại chúng, thay vì chủ yếu phát hành riêng lẻ hiện đang chiếm ưu thế trên thị trường. Điều này phản ánh mục tiêu rộng hơn là xây dựng một kênh huy động dài hạn minh bạch và bền vững hơn cho phát triển cơ sở hạ tầng.

So với phát hành riêng lẻ, phát hành đại chúng cho phép các tổ chức phát hành PPP tiếp cận cơ sở nhà đầu tư rộng hơn. Theo [Luật Chứng khoán 2019](#) và [Luật Doanh nghiệp 2020](#), TPDN phát hành riêng lẻ chỉ được chào bán và giao dịch giữa các NĐTCK chuyên nghiệp. Ngược lại, trái phiếu phát hành đại chúng có thể được phân phối cho tất cả các loại hình NĐT theo quy định hiện hành, bao gồm cả NĐT cá nhân không chuyên. Ngoài ra, [bộ Luật số 56/2024/QH15 sửa đổi Luật Chứng khoán 2019 và tám luật liên quan khác](#) càng siết chặt việc tiếp cận thị trường phát hành riêng lẻ bằng cách quy định rằng NĐTCK chuyên nghiệp là cá nhân chỉ được mua và giao dịch TPDN phát hành riêng lẻ có xếp hạng tín nhiệm và có tài sản đảm bảo hoặc được bảo lãnh thanh toán. Những thay đổi này cho thấy thị trường phát hành riêng lẻ đang dần được định vị là kênh huy động vốn dành cho nhóm nhà đầu tư chuyên biệt, có năng lực đánh giá rủi ro và khả năng chấp nhận rủi ro cao hơn.

Từ đó, việc sử dụng hình thức chào bán công khai được đánh giá là phù hợp với đặc thù của các dự án PPP. Các dự án hạ tầng thường đòi hỏi nguồn vốn đầu tư lớn và thời gian đầu tư kéo dài từ 20-30 năm, theo đó cần tiếp cận các nguồn vốn dài hạn ổn định. Khuôn khổ phát hành công chúng giúp mở rộng tập nhà đầu tư tiềm năng, đồng thời tạo điều kiện thu hút các nhà đầu tư tổ chức dài hạn tham gia tài trợ cho các dự án này.

Ngoài ra, phát hành đại chúng thường đi kèm với các yêu cầu nghiêm ngặt hơn liên quan đến công bố thông tin, xếp hạng tín nhiệm và giám sát việc sử dụng vốn. Theo [Nghị định 245/2025/NĐ-CP, có hiệu lực từ ngày 11/9/2025, sửa đổi và bổ sung một số điều khoản của Nghị định 155/2020/NĐ-CP](#) hướng dẫn Luật Chứng khoán, tất cả các đợt chào bán TPDN công khai đều phải tuân thủ xếp hạng tín nhiệm bắt buộc, ngoại trừ trái phiếu do các tổ chức tín dụng phát hành hoặc trái phiếu được bảo lãnh thanh toán. Mặc dù những quy định này có thể làm tăng chi phí phát hành và kéo dài

quá trình chuẩn bị, việc tuân thủ các tiêu chuẩn cao hơn về minh bạch và quản trị có thể củng cố niềm tin của NĐT, đặc biệt là sau những biến động trên thị trường TPDN Việt Nam những năm gần đây. Trong dài hạn, cách tiếp cận này có thể tạo nền tảng quan trọng cho thị trường trái phiếu cơ sở hạ tầng phát triển ổn định và bền vững hơn.

Cân bằng giữa linh hoạt trong huy động vốn và bảo vệ nhà đầu tư

Mặc dù Dự thảo Nghị định xây dựng một khuôn khổ phát hành riêng dành cho các doanh nghiệp dự án PPP, quy định này không đơn thuần là việc nói lỏng các yêu cầu pháp lý hiện hành. Thay vào đó, khuôn khổ này phản ánh một cách tiếp cận kép: cho phép linh hoạt hơn trong các lĩnh vực mà các quy định về TPDN thông thường không phù hợp với cấu trúc tài chính dự án, đồng thời tăng cường các biện pháp bảo vệ NĐT.

Trên thực tế, Dự thảo này nói lỏng một số yêu cầu về điều kiện liên quan đến lịch sử hoạt động, lợi nhuận và yêu cầu về BCTC trong hồ sơ chào bán đối với các doanh nghiệp dự án mới thành lập - nhưng thắt chặt các điều kiện về bảo lãnh thanh toán, xếp hạng tín nhiệm, hạn chế sử dụng vốn và nghĩa vụ công bố thông tin trong suốt vòng đời trái phiếu. Chúng tôi so sánh trong Bảng 2 bên dưới, thiết kế tổng thể của khuôn khổ pháp lý dường như hướng tới việc cân bằng giữa hai mục tiêu: tạo điều kiện cho hoạt động huy động vốn dài hạn phục vụ phát triển hạ tầng, đồng thời duy trì niềm tin của NĐT trong môi trường thị trường TPDN sau khủng hoảng.

Bảng 2: Những thay đổi chính trong Dự thảo Nghị định về trái phiếu PPP so với quy định trước đó

Các doanh nghiệp dự án PPP được nới lỏng các điều kiện phát hành trái phiếu, đồng thời phải đáp ứng các yêu cầu chặt chẽ hơn về quản trị rủi ro và công bố thông tin, v.v...

Tiêu chí so sánh	TPDN đại chúng (Luật Chứng khoán năm 2019, Nghị định 155/2020/NĐ-CP, được sửa đổi bởi Nghị định 65/2022/NĐ-CP)	Trái phiếu dự án PPP (Dự thảo Nghị định 2026)	Tác động
Lịch sử hoạt động	Các tổ chức phát hành phải hoạt động tối thiểu 1 năm tính đến ngày đăng ký chào bán.	Không quy định thời gian hoạt động tối thiểu.	Việc loại bỏ yêu cầu về lịch sử hoạt động tối thiểu sẽ phản ánh tốt hơn bản chất của các công ty tham gia dự án PPP, vốn thường được thành lập riêng cho từng dự án và chưa có lịch sử hoạt động dài trước thời điểm huy động vốn
BCTC trong hồ sơ phát hành	Các tổ chức phát hành được yêu cầu nộp BCTC đã được kiểm toán trong 02 năm gần nhất.	Chỉ yêu cầu BCTC trong 01 năm gần nhất. Đối với doanh nghiệp hoạt động chưa đủ 1 năm, báo cáo tài chính kiểm toán được thay bằng báo cáo về vốn điều lệ đã góp tính đến thời điểm đăng ký chào bán.	Quy định linh hoạt hơn về yêu cầu báo cáo tài chính giúp tạo điều kiện cho các doanh nghiệp dự án mới thành lập tiếp cận thị trường vốn sớm hơn, đồng thời phản ánh đặc thù của mô hình SPV khi doanh nghiệp thường chưa có đầy đủ lịch sử tài chính trong giai đoạn đầu triển khai dự án.
Kết quả kinh doanh	Các tổ chức phát hành phải có lãi trong năm liền trước và không có lỗ lũy kế.	Không yêu cầu về lợi nhuận.	Phù hợp hơn với chu kỳ đầu tư dài hạn của các dự án cơ sở hạ tầng, trong đó dòng tiền chỉ được tạo ra sau khi công trình hoàn thành.
Tài sản bảo đảm	Tài sản bảo đảm thường bao gồm các tài sản hữu hình như BĐS, máy móc hoặc bảo lãnh của bên thứ ba.	Cho phép sử dụng quyền kinh doanh công trình, hệ thống cơ sở hạ tầng làm tài sản bảo đảm.	Việc cho phép sử dụng quyền kinh doanh công trình và hệ thống cơ sở hạ tầng làm tài sản bảo đảm giúp mở rộng khả năng huy động vốn cho các dự án PPP, đồng thời phù hợp hơn với đặc điểm tài sản của các dự án hạ tầng, vốn thường khó sử dụng tài sản hữu hình truyền thống để thế chấp.
Cơ sở pháp lý phát hành	Việc phát hành dựa trên phương án kinh doanh do cấp có thẩm quyền của doanh nghiệp thông qua.	Bắt buộc phải có Hợp đồng dự án PPP được ký kết theo quy định pháp luật.	Việc bắt buộc phải có Hợp đồng dự án PPP đã ký kết giúp nâng cao tính pháp lý và mức độ ràng buộc của dự án, qua đó củng cố niềm tin của nhà đầu tư đối với dòng tiền và cơ chế thực hiện dự án.
Bảo lãnh thanh toán	Trái phiếu có thể được phát hành có hoặc không có tài sản bảo đảm hoặc bảo lãnh thanh toán.	Bắt buộc đảm bảo thanh toán đầy đủ cả gốc và lãi.	Yêu cầu bắt buộc về bảo lãnh thanh toán đầy đủ cho thấy các cơ quan quản lý đang ưu tiên cơ chế bảo vệ nhà đầu tư đối với loại tài sản có vòng đời dài và rủi ro triển khai cao như PPP.
Cấu trúc bảo lãnh	Các thỏa thuận bảo lãnh phụ thuộc vào sự đồng thuận giữa bên phát hành và NĐT.	Đối với các dự án chưa vận hành: cần bảo lãnh thanh toán vô điều kiện và không thể hủy ngang từ các tổ chức tín dụng hoặc tài chính. Đối với các dự án đã đi vào hoạt động: được bảo đảm bằng tài sản hoặc quyền kinh doanh công trình.	Cơ chế bảo lãnh được thiết kế chặt chẽ hơn đáng kể so với TPDN thông thường, đặc biệt ở giai đoạn dự án chưa vận hành. Điều này góp phần giảm rủi ro tín dụng trong giai đoạn xây dựng - vốn là giai đoạn rủi ro nhất của dự án PPP.
Giới hạn đòn bẩy	Không có giới hạn gắn với hợp đồng hành chính; kiểm soát gián tiếp qua hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu trong một số trường hợp nhất định.	Tổng số tiền vay, bao gồm cả phát hành trái phiếu, không được vượt quá tổng vốn vay quy định tại Hợp đồng dự án PPP và phụ lục.	Việc giới hạn tổng dư nợ vay theo quy mô vốn vay quy định trong Hợp đồng PPP giúp kiểm soát đòn bẩy tài chính của dự án, hạn chế tình trạng rủi ro tín dụng vượt quá nhu cầu thực tế hoặc vượt khả năng trả nợ của dự án.
Xếp hạng tín nhiệm	Bắt buộc xếp hạng tín nhiệm cho tổ chức phát hành hoặc trái phiếu (ngoại trừ TCTD hoặc trái phiếu được bảo lãnh thanh toán toàn bộ).	Bắt buộc xếp hạng cho trái phiếu hoặc xếp hạng cho chính tổ chức bảo lãnh thanh toán.	Dự thảo Nghị định mới yêu cầu bắt buộc xếp hạng tín nhiệm đối với trái phiếu hoặc tổ chức bảo lãnh thanh toán. Quy định này giúp tăng tính minh bạch và hỗ trợ nhà đầu tư đánh giá rủi ro tín dụng tốt hơn đối với các dự án hạ tầng dài hạn.
Mục đích sử dụng vốn	Số tiền thu được có thể được sử dụng phục vụ hoạt động sản xuất, kinh doanh, dự án đầu tư hoặc cơ cấu nợ tài chính.	Số tiền thu được chỉ được sử dụng cho việc thực hiện dự án PPP hoặc cơ cấu lại nợ của chính doanh nghiệp dự án đó.	Việc giới hạn mục đích sử dụng vốn chỉ cho dự án PPP hoặc cơ cấu lại nợ của chính dự án đó giúp giảm rủi ro sử dụng vốn sai mục đích, đồng thời tăng tính minh bạch trong quản lý dòng tiền của dự án.
Nghĩa vụ công bố thông tin	Bắt buộc công bố định kỳ BCTC và báo cáo sử dụng vốn.	Bổ sung báo cáo định kỳ (6 tháng/năm) về tiến độ triển khai thực tế của dự án PPP.	Yêu cầu công bố định kỳ tiến độ triển khai thực tế của dự án PPP giúp nhà đầu tư theo dõi sát hơn tình trạng thi công và vận hành dự án, qua đó cải thiện tính minh bạch và khả năng giám sát sau phát hành.

Thay đổi phương án sử dụng vốn	Các cơ chế phê duyệt nội bộ của công ty được áp dụng; HĐQT có thể phê duyệt các thay đổi dưới một ngưỡng nhất định nếu được ủy quyền.	Phải được số người sở hữu trái phiếu đại diện từ 65% tổng số trái phiếu cùng loại trở lên chấp thuận.	Quy định yêu cầu sự chấp thuận của tối thiểu 65% trái chủ trước khi thay đổi phương án sử dụng vốn giúp tăng quyền bảo vệ nhà đầu tư và hạn chế rủi ro doanh nghiệp điều chỉnh mục đích sử dụng vốn ngoài kỳ vọng ban đầu.
Quản lý phần tiền chưa giải ngân	Kể từ ngày kết thúc đợt chào bán cho đến khi giải ngân hết số tiền huy động, doanh nghiệp phải báo cáo Ủy ban Chứng khoán Nhà nước về tiến độ sử dụng vốn và công bố thông tin định kỳ 6 tháng này trên trang thông tin điện tử của mình và Sở giao dịch chứng khoán.	Trong thời gian chưa giải ngân hết số tiền thu được để thực hiện dự án, tổ chức phát hành có thể sử dụng số tiền nhàn rỗi này vào các mục đích an toàn sau: gửi tiết kiệm tại ngân hàng, mua trái phiếu Chính phủ hoặc trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, mua chứng chỉ tiền gửi của ngân hàng.	Quy định chỉ cho phép sử dụng phần vốn chưa giải ngân vào các tài sản có mức độ an toàn cao phản ánh định hướng bảo toàn dòng tiền của dự án PPP, đồng thời hạn chế rủi ro doanh nghiệp sử dụng vốn huy động cho các hoạt động mang tính đầu cơ hoặc ngoài phạm vi dự án.

Lưu ý: Các ô màu xanh thể hiện quy định được nói lỏng hoặc linh hoạt hơn, trong khi các ô màu đỏ thể hiện các yêu cầu quản lý chặt chẽ hơn so với khung pháp lý hiện hành đối với trái phiếu doanh nghiệp phát hành ra công chúng.
 Nguồn: Luật Chứng khoán 2019; Nghị định 155/2020/NĐ-CP, được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định 65/2022/NĐ-CP; Dự thảo Nghị định về trái phiếu dự án PPP phát hành ra công chúng; HSC.

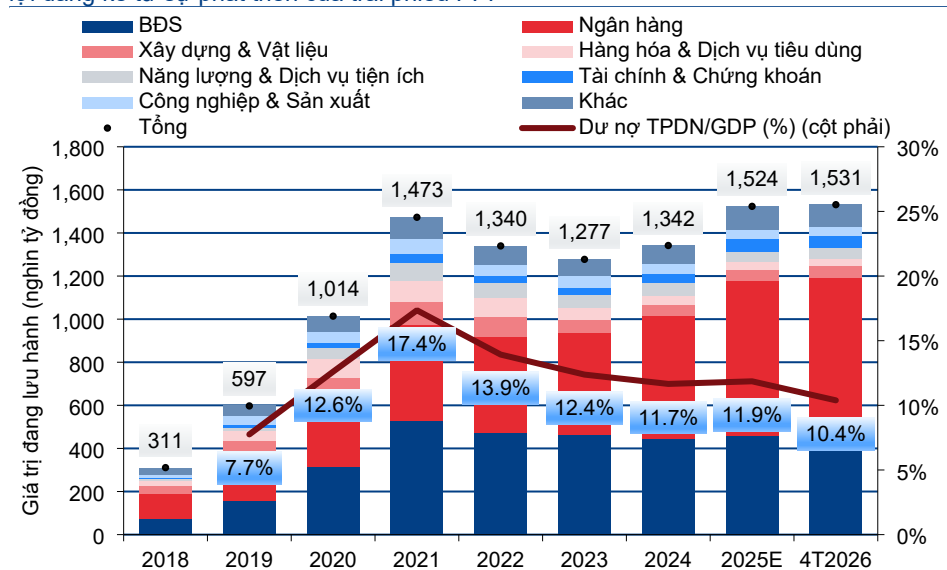
Tác động đối với thị trường TPDN Việt Nam

Dự thảo Nghị định về phát hành trái phiếu đại chúng cho các dự án PPP được kỳ vọng sẽ trở thành một động lực tăng trưởng mới cho thị trường TPDN Việt Nam trong trung và dài hạn, đặc biệt trong bối cảnh nhu cầu tài trợ cho hạ tầng tiếp tục gia tăng trong khi dư địa cung ứng tín dụng của hệ thống ngân hàng ngày càng hạn chế. Việc thiết lập khung pháp lý chuyên biệt cho trái phiếu dự án PPP không chỉ mở rộng các kênh huy động dài hạn cho các dự án cơ sở hạ tầng chiến lược mà còn hỗ trợ quá trình chuyển đổi rộng hơn của Việt Nam từ mô hình tài trợ dựa chủ yếu vào ngân hàng sang mô hình huy động vốn dựa nhiều hơn vào thị trường vốn.

Quy mô thị trường: Dự thảo Nghị định này có thể mở đường cho sự xuất hiện của một phân khúc trái phiếu cơ sở hạ tầng chuyên biệt với tiềm năng tăng trưởng đáng kể trong những năm tới, đặc biệt là khi Việt Nam bước vào chu kỳ đầu tư mới, tập trung vào phát triển cơ sở hạ tầng quy mô lớn trong giai đoạn 2026-2030. Trong dài hạn, điều này có thể góp phần nâng cao tỷ lệ quy mô thị trường TPDN/GDP, đồng thời cải thiện độ sâu của thị trường vốn trong nước, hỗ trợ [mục tiêu của Chính phủ là nâng tổng giá trị TPDN đang lưu hành đạt 25% GDP vào năm 2030](#). Khác với các chu kỳ phát hành trước đây vốn tập trung chủ yếu vào nhóm BĐS và Ngân hàng, trái phiếu PPP có thể giúp đa dạng hóa thị trường trái phiếu và tạo ra một cấu trúc thị trường TPDN cân bằng và bền vững hơn (Biểu đồ 3).

Biểu đồ 3: Giá trị TPDN lưu hành theo ngành

Với quy mô hiện tại còn tương đối khiêm tốn, thị trường TPDN Việt Nam có thể hưởng lợi đáng kể từ sự phát triển của trái phiếu PPP



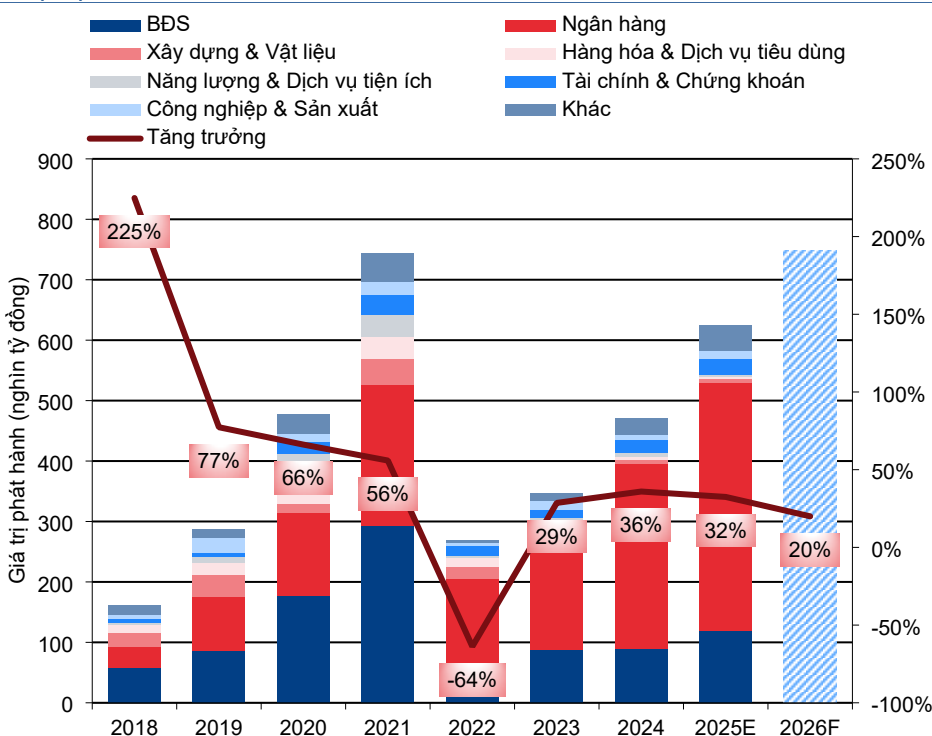
Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ cổng HNX và VBMA ngày 8/5. Nguồn: VBMA, HNX, HSC

Khối lượng phát hành: Khuôn khổ dự thảo cũng có thể hỗ trợ hoạt động phát hành trên thị trường sơ cấp bằng cách cho phép các công ty dự án PPP tiếp cận nguồn vốn thông qua cơ chế phù hợp hơn với đặc điểm của cấu trúc tài chính dựa trên SPV. Các điều khoản như miễn yêu cầu về lịch sử hoạt động tối thiểu hoặc điều kiện lợi nhuận cho thấy các cơ quan quản lý đang xây dựng một khuôn khổ tương thích hơn với đặc tính vòng đời dài và dòng tiền đặc thù của các dự án hạ tầng. Điều này có thể đẩy mạnh nguồn cung trái phiếu kỳ hạn dài trong trung hạn, đặc biệt là ở các phân khúc giao thông, năng lượng và cơ sở hạ tầng đô thị.

Dựa trên những yếu tố này, Dự thảo Nghị định có thể tạo ra dư địa điều chỉnh tăng đối với [dự báo tăng trưởng phát hành TPDN cả năm 2026 của chúng tôi](#), ở mức khoảng 20% so với cùng kỳ, sau khi tăng trưởng 32% trong năm 2025 (Biểu đồ 4) (Mời xem: [“Triển vọng thị trường trái phiếu doanh nghiệp: Triển vọng thị trường TPDN: Nâng dự báo lợi suất trong bối cảnh phát hành tăng mạnh”](#), ngày 25/5/2026). Dự báo hiện tại của chúng tôi đã phản ánh các yếu tố bất lợi từ tình hình bất ổn địa chính trị, áp lực lạm phát, môi trường lãi suất gia tăng và điều kiện thanh khoản hệ thống kém thuận lợi. Ngoài ra, các quy định phát hành chặt chẽ hơn được áp dụng sau những biến động thị trường trong những năm gần đây đã khiến nhiều doanh nghiệp thận trọng hơn trong kế hoạch huy động. Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, động lực tăng trưởng của thị trường chủ yếu vẫn nhờ phát hành trái phiếu để củng cố nguồn vốn cấp 2 từ các ngân hàng và sự phục hồi có chọn lọc trong ngành BĐS. Tuy nhiên, chúng tôi hiện chưa điều chỉnh dự báo do thời điểm Nghị định có hiệu lực chính thức vẫn chưa được công bố. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi các diễn biến xung quanh khuôn khổ pháp lý này.

Biểu đồ 4: Giá trị phát hành TPDN hàng năm theo ngành

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng giá trị phát hành TPDN năm 2026 ở mức 20% trong bối cảnh Dự thảo Nghị định về trái phiếu PPP vẫn chưa có lộ trình triển khai hoặc thời điểm có hiệu lực chính thức



Nguồn: HNX, HSC

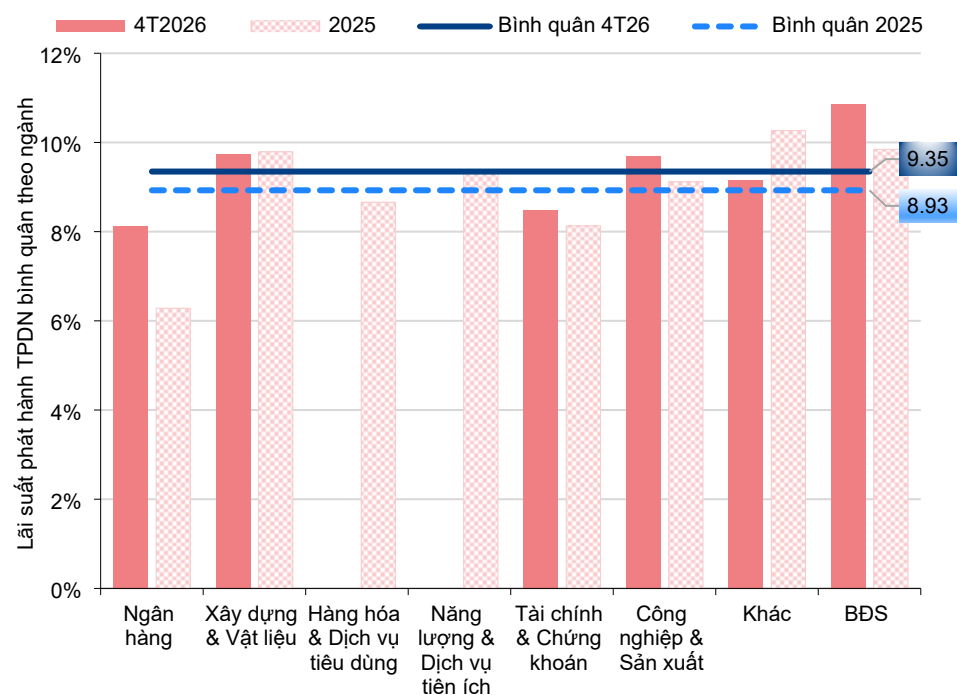
Cơ sở NĐT: Quy định chặt chẽ hơn về bảo lãnh thanh toán, xếp hạng tín nhiệm và tiêu chuẩn công bố thông tin dự kiến sẽ nâng cao minh bạch của thị trường và khả năng đánh giá rủi ro dự án của NĐT. Theo thời gian, điều này có thể giúp thu hút nhiều NĐT tổ chức dài hạn, bao gồm các công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí và NĐT nước ngoài, những đối tượng có kinh nghiệm đầu tư phù hợp với các tài sản cơ sở hạ tầng có thời gian đáo hạn dài và dòng tiền ổn định. Ngoài ra, Bộ Tài chính cũng đang [đề](#)

xuất thành lập các quỹ đầu tư trái phiếu cơ sở hạ tầng, có thể tạo ra một kênh dẫn vốn bổ sung cho cả thị trường trái phiếu nói chung và trái phiếu dự án PPP nói riêng.

Lãi suất: Tác động của khuôn khổ mới đối với mặt bằng lãi suất có thể diễn ra theo hai chiều. Một mặt, việc tăng nguồn cung trái phiếu dài hạn có thể gây áp lực tăng lên lợi suất trung và dài hạn, đặc biệt là trong giai đoạn đầu phát triển thị trường khi NĐT vẫn đang hình thành cơ chế định giá phù hợp cho loại tài sản mới này. Mặt khác, các cơ chế như bảo lãnh thanh toán, giám sát dòng tiền và yêu cầu xếp hạng tín nhiệm nghiêm ngặt hơn có thể cải thiện chất lượng tín dụng của trái phiếu PPP so với TPDN thông thường, có khả năng hỗ trợ việc giảm dần phần bù rủi ro trong dài hạn nếu thị trường phát triển hiệu quả (Biểu đồ 5).

Biểu đồ 5: Lãi suất phát hành bình quân TPDN theo ngành

Việc phát hành trái phiếu PPP được kỳ vọng sẽ tạo thêm kênh huy động vốn trung và dài hạn cho các dự án hạ tầng, qua đó giảm sự phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng



Nguồn: HNX, HSC

Các rủi ro và thách thức trong quá trình triển khai

Mặc dù triển vọng dài hạn nhìn chung mang tính tích cực, tác động ngắn hạn của Dự thảo Nghị định có thể vẫn diễn ra dần dần và có chọn lọc. Các bên tham gia thị trường sẽ cần thời gian để đánh giá việc thực hiện quy định bảo lãnh được đề xuất, khả năng thực hiện các hợp đồng PPP và độ tin cậy của dòng tiền dự án, tất cả đều là những yếu tố quan trọng quyết định sự quan tâm của NĐT đối với trái phiếu cơ sở hạ tầng kỳ hạn dài. Ngoài ra, thị trường TPDN phát hành ra công chúng tại Việt Nam hiện vẫn đang ở giai đoạn phát triển ban đầu. So với phát hành riêng lẻ, hình thức phát hành công chúng phải đáp ứng các yêu cầu khắt khe hơn, thời gian phê duyệt kéo dài hơn và chi phí phát hành cao hơn do phải thực hiện xếp hạng tín nhiệm và các cơ chế bảo lãnh thanh toán.

Do đó, hoạt động phát hành trái phiếu PPP trong giai đoạn đầu có khả năng sẽ tập trung chủ yếu vào các chủ đầu tư có năng lực tài chính mạnh và đáp ứng được các tiêu chuẩn cao hơn về minh bạch thông tin cũng như tuân thủ quy định pháp lý. Vì vậy, sự phát triển tổng thể của phân khúc thị trường này sẽ cần thời gian để cả nguồn cung và nhu cầu của NĐT nhận diện tốt hơn. Tuy nhiên, ở thời điểm hiện tại, các rủi ro mang tính hệ thống đối với nền kinh tế được đánh giá vẫn ở mức có thể kiểm soát, đặc biệt trong giai đoạn đầu triển khai chính sách.

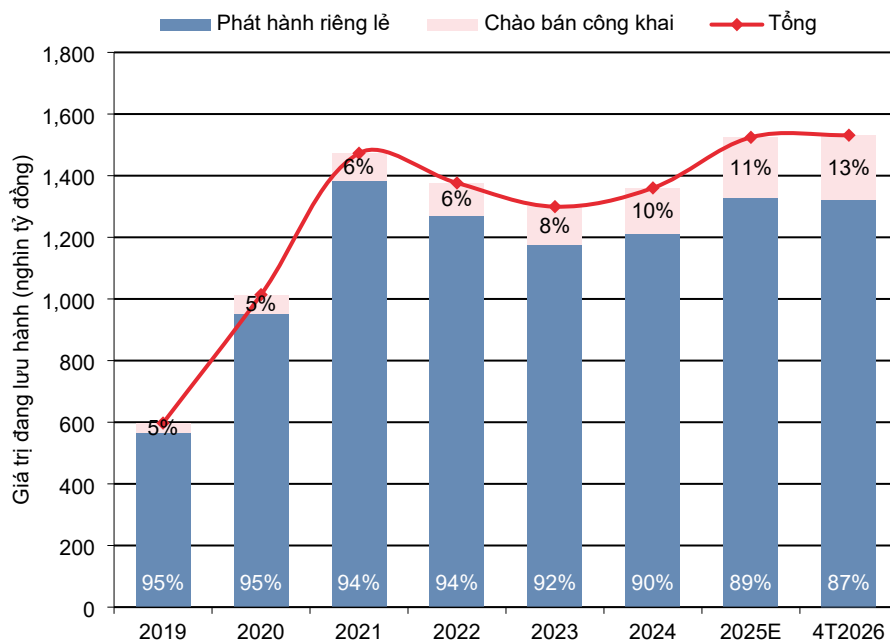
Kết luận

Nhìn chung, Dự thảo Nghị định được xây dựng tương đối toàn diện khi vừa mở rộng tính linh hoạt trong huy động vốn cho các doanh nghiệp dự án PPP, vừa tăng cường các yêu cầu liên quan đến quản trị rủi ro, bảo đảm nghĩa vụ thanh toán, cơ cấu vốn và tiêu chuẩn công bố thông tin.

Nếu được triển khai hiệu quả, khuôn khổ pháp lý này có thể góp phần hình thành một kênh huy động vốn dài hạn chuyên biệt cho phát triển hạ tầng, đồng thời thúc đẩy sự phát triển theo chiều sâu của thị trường vốn Việt Nam. Tuy nhiên, tốc độ phát triển của thị trường sẽ phụ thuộc đáng kể vào khả năng đáp ứng các tiêu chuẩn phát hành cao hơn của doanh nghiệp, đặc biệt là các yêu cầu liên quan đến bảo lãnh thanh toán, xếp hạng tín nhiệm và công bố thông tin. Do đó, trong giai đoạn đầu, hoạt động phát hành nhiều khả năng vẫn sẽ tập trung ở nhóm chủ đầu tư quy mô lớn và có nền tảng tài chính vững mạnh.

Phụ lục

Biểu đồ 6: Giá trị TPDN phát hành hàng năm theo hình thức phát hành



Nguồn: VBMA, HNX, HSC

Bảng 7: 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. Lạm phát trung bình 12 tháng tại thời điểm t0 = [(1 + lạm phát y/y tại thời điểm t-1) x...x((1 + lạm phát y/y tại thời điểm t0))^(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