

Nghị định 284: Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý triển khai sàn giao dịch tài sản số

Lê Khánh Tùng

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành DV Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

- Nghị định 284/2026, ban hành ngày 16/7/2026, quy định các vi phạm hành chính, hình phạt tương ứng và biện pháp khắc phục đối với các đơn vị tham gia thị trường tài sản tiền điện tử tại Việt Nam.
- Nghị định này về cơ bản đã giúp hoàn thiện cấu trúc pháp lý cốt lõi của thị trường tài sản mã hóa. Diễn biến này tiếp tục củng cố kỳ vọng của chúng tôi rằng sàn giao dịch trong nước đầu tiên được cấp phép có thể đi vào hoạt động từ nửa cuối năm 2026.
- CAEX đã đáp ứng yêu cầu vốn điều lệ tối thiểu 10 nghìn tỷ đồng, trong khi TCX có vẻ là ứng viên triển vọng nhất còn lại. HSC kỳ vọng tiến trình điều chỉnh pháp lý sẽ củng cố tâm lý đối với cổ phiếu các CTCK liên kết như VPX và TCX, mặc dù chúng tôi chưa phản ánh dự báo lợi nhuận từ mảng tài sản số vào mô hình dự báo.

Những thông tin chính

Ngày 16/7/2026, Chính phủ ban hành Nghị định 284/2026, văn bản pháp luật quan trọng thứ 5 trong khuôn khổ pháp lý quản lý tài sản số của Việt Nam. Nghị định này quy định các hành vi vi phạm hành chính đối với các bên tham gia thị trường tài sản số, mức phạt tương ứng cho mỗi hành vi vi phạm và các biện pháp xử phạt đối với các bên vi phạm.

Nghị định này bao gồm 41 hành vi vi phạm hành chính thuộc 8 nhóm vi phạm và áp dụng cho 4 nhóm đối tượng tham gia chính: các tổ chức phát hành tài sản số, các sàn giao dịch tiền điện tử, NĐT trong nước và nước ngoài.

Đáng chú ý, Nghị định 284 quy định mức phạt đối với NĐT trong nước giao dịch tài sản số ngoài các nền tảng được Bộ Tài chính cấp phép. Theo Nghị quyết 05/2025, việc triển khai được áp dụng sau 6 tháng kể từ khi tổ chức cung cấp dịch vụ tài sản số trong nước đầu tiên nhận được giấy phép. Đây là cơ chế pháp lý quan trọng nhằm thúc đẩy hoạt động giao dịch chuyển từ các sàn giao dịch nước ngoài trở về các nền tảng trong nước được cấp phép.

Cấu trúc pháp lý đã sẵn sàng nhưng thử thách thực sự bắt đầu khi triển khai

Với việc ban hành Nghị định 284, Việt Nam đã hoàn thiện đáng kể cấu trúc pháp lý cốt lõi giám sát thị trường tài sản số trong nước. Khuôn khổ này bao gồm định nghĩa về tài sản số, tổ chức thị trường, yêu cầu cấp phép, quyền và nghĩa vụ của NĐT, thủ tục hành chính và chế tài xử phạt.

Những tiến triển này củng cố kỳ vọng của chúng tôi rằng sàn giao dịch trong nước đầu tiên được cấp phép có thể bắt đầu hoạt động trong nửa cuối năm 2026. Tuy nhiên, vẫn còn những thách thức đáng kể trong khâu triển khai, đặc biệt là nhu cầu phát triển một danh mục sản phẩm đủ rộng và thu hẹp chênh lệch về năng lực cạnh tranh giữa các sàn giao dịch trong nước và quốc tế.

Sự chuẩn bị của các tổ chức trong nước mở ra cơ hội

CAEX và TCX, hai sàn giao dịch tài sản số của VPX (Chưa khuyến nghị) và TCX (Khuyến nghị Mua vào, giá mục tiêu 52.900đ), có vẻ là những đơn vị tiên tiến nhất trong số 5 ứng viên đã vượt qua vòng sàng lọc ban đầu. CAEX đã đáp ứng quy định vốn điều lệ tối thiểu 10 nghìn tỷ đồng, trong khi TCX đã công bố nguồn vốn bổ sung lớn dù vẫn chưa đáp ứng đủ vốn.

Chúng tôi tin rằng các sàn giao dịch trong nước được cấp phép sẽ cần thời gian để thu hút lại một phần đáng kể hoạt động giao dịch tiền điện tử của Việt Nam và tạo ra lợi nhuận bền vững. Tuy nhiên, việc triển khai khung pháp lý sẽ hỗ trợ tâm lý NĐT đối với các CTCK có hoạt động giao dịch tài sản số, đặc biệt là TCX và VPX.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/7.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
SSI	22,700	Mua vào	-	33,000	-	45.4	12.4	11.0	1.41	1.33	4.41	4.41
TCX	41,800	Mua vào	-	52,900	-	26.6	18.0	14.0	2.35	2.07	1.20	1.79
VCI	20,000	Mua vào	-	31,100	-	55.5	12.7	11.7	1.18	1.11	2.50	3.00
VND	17,200	Nắm giữ	-	16,900	-	(1.74)	13.9	13.1	1.21	1.15	2.91	2.91

Giá cổ phiếu tại ngày 20/7/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Khuôn khổ triển khai tài sản số

Ngày 16/7/2026, Chính phủ đã ban hành Nghị định 284/2026, quy định các vi phạm hành chính áp dụng cho các bên tham gia thị trường tài sản tiền điện tử, các hình phạt tương ứng và các biện pháp khắc phục. Trên cơ sở đó, chúng tôi tin rằng khuôn khổ pháp lý cho thị trường tài sản số trong nước hiện đã hoàn thiện đáng kể. Điều này củng cố kỳ vọng của chúng tôi rằng sản giao dịch trong nước đầu tiên được cấp phép có thể bắt đầu hoạt động trong nửa cuối năm 2026. Tuy nhiên, ngoài việc cấp phép cho các sản giao dịch, các cơ quan chức năng và các nhà điều hành thị trường sẽ cần phải giải quyết các hạn chế về mặt cấu trúc, bao gồm sự đa dạng sản phẩm còn hạn chế, niềm tin ban đầu của NĐT thấp và thiếu kinh nghiệm hoạt động thực tế.

Các vi phạm hành chính, chế tài và biện pháp khắc phục

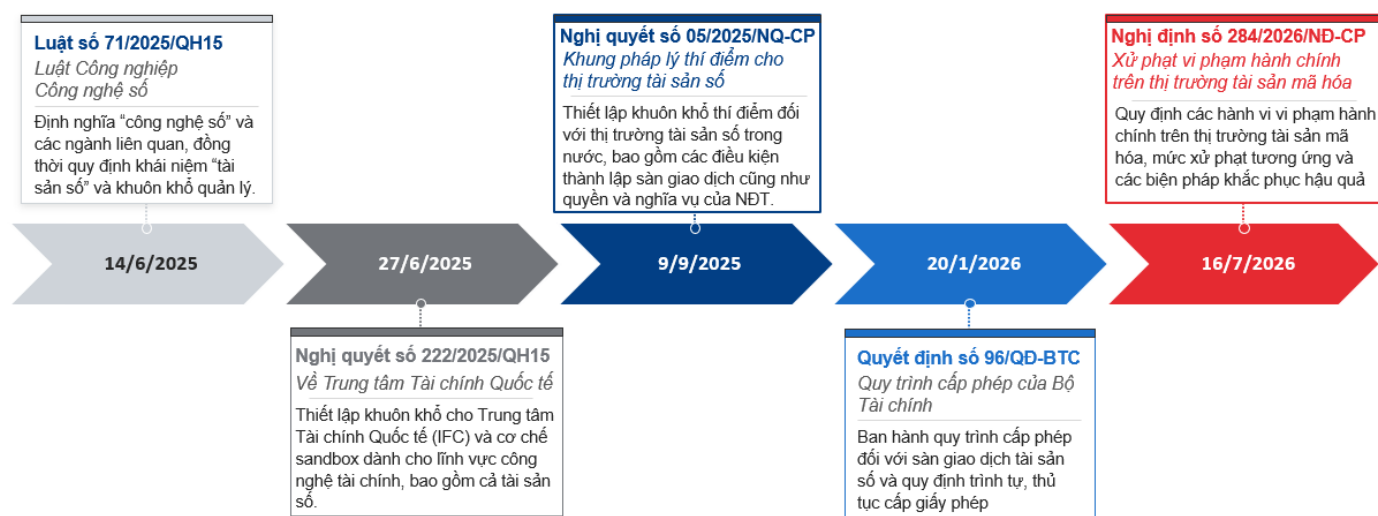
Trong 13 tháng qua, Chính phủ đã xây dựng một khuôn khổ pháp lý toàn diện để thành lập và giám sát thị trường tài sản tiền điện tử trong nước thông qua các văn bản pháp luật (Bảng 1) như sau:

- Luật Công nghiệp công nghệ số (Luật số 71/2025/QH15).
- Nghị quyết 222/2025/QH15.
- Nghị quyết 5/2025 của Chính phủ.
- Quyết định 96 của Bộ Tài chính.

Biểu đồ 1: Lộ trình hoàn thiện khung pháp lý về tài sản số của Việt Nam

Năm văn bản pháp lý quan trọng được ban hành kể từ tháng 6/2025 đã từng bước hoàn thiện khung pháp lý, từ việc công nhận thị trường và cấp phép đến tăng cường công tác thực thi

CÁC VĂN BẢN PHÁP LÝ VÀ QUY ĐỊNH TỪ THÁNG 6/2025 ĐẾN NAY



Nghị định 284 đã hoàn thiện khung pháp lý toàn diện đối với hoạt động quản lý thị trường tài sản mã hóa

Nguồn: Các văn bản quy phạm pháp luật của Chính phủ, quyết định của Bộ Tài chính, HSC

Nghị định 284, ban hành ngày 16/7/2026 và có hiệu lực từ ngày 1/9/2026, quy định các vi phạm hành chính áp dụng cho các bên tham gia thị trường, các hình phạt tương ứng và các biện pháp khắc phục.

Với việc ban hành nghị định này, Việt Nam đã hoàn thiện đáng kể cấu trúc pháp lý cốt lõi giám sát thị trường tài sản số trong nước. Khung pháp lý hiện nay bao gồm định nghĩa về tài sản tiền điện tử, tổ chức thị trường, yêu cầu cấp phép, thủ tục hành chính và triển khai.

Nhìn chung, tiến trình điều chỉnh pháp lý tiếp tục củng cố kỳ vọng của chúng tôi rằng sản giao dịch trong nước đầu tiên được cấp phép có thể bắt đầu hoạt động trong nửa cuối năm 2026.

Các điều khoản chính của Nghị định 284

Vi phạm hành chính và các chế tài xử phạt tương ứng

Điều 6-13, bao gồm 41 hành vi vi phạm hành chính thuộc 8 nhóm vi phạm và áp dụng cho 4 nhóm đối tượng chính: Tổ chức phát hành tài sản tiền điện tử, nhà cung cấp dịch vụ tài sản tiền điện tử, NĐT trong nước và nước ngoài cùng các nhà cung cấp dịch vụ liên quan.

Nghị định quy định mức phạt lên đến 200 triệu đồng đối với tổ chức và 100 triệu đồng đối với cá nhân. Các biện pháp xử phạt bổ sung bao gồm tạm đình chỉ hoạt động kinh doanh đến 12 tháng, tạm đình chỉ quyền sử dụng giấy phép, tịch thu tài sản, phương tiện vi phạm và bắt buộc hoàn trả lợi nhuận bất hợp pháp.

Trong số các điều khoản, Điều 9 và Điều 13 cần được đặc biệt chú ý do tầm quan trọng chiến lược:

Điều 9 là cơ chế triển khai quan trọng. Sau 6 tháng kể từ khi nhà cung cấp dịch vụ tài sản tiền điện tử đầu tiên được cấp phép, NĐT trong nước tiếp tục giao dịch thông qua các nền tảng nước ngoài không có giấy phép có thể bị phạt hành chính từ 30-50 triệu đồng. Tùy thuộc vào tính chất và mức độ nghiêm trọng của hành vi, trách nhiệm hình sự cũng có thể được áp dụng theo pháp luật hiện hành.

Chúng tôi cho rằng điều khoản này là cơ chế pháp lý chính để khuyến khích hoạt động giao dịch trong nước chuyển từ các sàn giao dịch nước ngoài trở về các nền tảng trong nước được cấp phép, đưa việc chuyển đổi trong nước từ sự lựa chọn tự nguyện thành một yêu cầu pháp lý.

Điều 13 đề cập đến phòng chống rửa tiền, chống tài trợ khủng bố và chống tài trợ phổ biến vũ khí hạt nhân. Điều khoản này bao gồm 10 nhóm vi phạm với mức phạt hành chính lên đến 200 triệu đồng. Hành vi nghiêm trọng hơn cũng có thể bị chuyển giao cho cơ quan công tố xử lý theo pháp luật hiện hành.

Chúng tôi tin rằng các điều khoản này phản ánh sự tập trung của Chính phủ vào việc tăng cường tính liêm chính tài chính và ngăn chặn việc sử dụng tài sản tiền điện tử cho các hoạt động tài chính bất hợp pháp.

Bảng 2: Các hành vi vi phạm hành chính trên thị trường tài sản số

Nghị định 284 quy định 41 hành vi vi phạm hành chính, được chia thành tám nhóm

Nhóm hành vi vi phạm	Số hành vi vi phạm	Đối tượng áp dụng	Mức phạt hành chính	Biện pháp xử lý bổ sung có thể áp dụng
Vi phạm trong chào bán và phát hành tài sản mã hóa	6	Tổ chức phát hành tài sản mã hóa (doanh nghiệp)	70–200 triệu đồng	Hủy đợt chào bán, hoàn trả toàn bộ số tiền đã huy động và đình chỉ hoạt động chào bán từ 3–12 tháng
Vi phạm trong tổ chức thị trường giao dịch tài sản mã hóa	6	Sàn giao dịch tài sản mã hóa	70–200 triệu đồng	Đình chỉ giấy phép từ 1–3 tháng; tịch thu tang vật, phương tiện vi phạm; buộc nộp lại toàn bộ khoản lợi bất hợp pháp
Vi phạm nghĩa vụ của VASP (nhà cung cấp dịch vụ tài sản số)	9	Sàn giao dịch tài sản mã hóa	30–200 triệu đồng	Đình chỉ cung cấp dịch vụ từ 1–3 tháng
Vi phạm trong giao dịch tài sản mã hóa	2	NĐT trong nước	30–100 triệu đồng	Có thể bị truy cứu trách nhiệm hình sự sau 6 tháng kể từ khi VASP được cấp phép đầu tiên đi vào hoạt động, nếu hành vi vi phạm ở mức nghiêm trọng
Vi phạm liên quan đến chuyển tiền/quản lý tài khoản chuyên biệt của nhà đầu tư nước ngoài	5	NĐT NN	30–100 triệu đồng	
Vi phạm liên quan đến dữ liệu tài khoản tài sản mã hóa	1	Toàn bộ các bên tham gia	150–200 triệu đồng	Đình chỉ giao dịch từ 1–3 tháng; buộc nộp lại toàn bộ khoản lợi bất hợp pháp
Cản trở hoạt động thanh tra, kiểm tra	2	Toàn bộ các bên tham gia	50–150 triệu đồng	Đình chỉ hoạt động từ 1–3 tháng; tịch thu tài liệu, hồ sơ
Vi phạm quy định về phòng, chống rửa tiền, chống tài trợ khủng bố và chống tài trợ phổ biến vũ khí hủy diệt hàng loạt	10	Toàn bộ các bên tham gia	80–200 triệu đồng	Đình chỉ hoạt động từ 1–3 tháng (đối với sàn giao dịch) hoặc từ 6–12 tháng (đối với tổ chức phát hành và đơn vị giao dịch tài sản mã hóa)

Nguồn: Nghị định, HSC

Tổng kết: Đưa hoạt động giao dịch trở về Việt Nam

Các mục tiêu chiến lược làm nền tảng cho khuôn khổ này có thể được tóm tắt thành hai ưu tiên:

- **Thứ nhất, đưa hoạt động giao dịch trở lại trong nước.** Chainalysis ước tính người dùng Việt Nam đã giao dịch tiền điện tử từ 220-230 tỷ USD trong giai đoạn giữa năm 2024 đến giữa năm 2025, chủ yếu thông qua các sàn giao dịch nước ngoài như Binance, Bybit và OKX. Việc đưa một phần hoạt động này trở lại trong nước có thể cải thiện tính minh bạch giao dịch và hỗ trợ giám sát ngoại hối.
- **Thứ hai, thiết lập một hệ sinh thái có kiểm soát.** Khi hoạt động giao dịch chuyển về trong nước, các cơ quan chức năng sẽ có vị thế tốt hơn để giám sát dòng chảy giao dịch, triển khai các yêu cầu chống rửa tiền và thiết lập một chính sách thuế hiệu quả.

Nhìn chung, các quy định pháp lý và kỹ thuật chặt chẽ hơn sẽ khuyến khích một số NĐT trong nước chuyển từ các nền tảng nước ngoài sang các sàn giao dịch trong nước được cấp phép. Trong dài hạn, việc đưa hoạt động giao dịch vào một hệ sinh thái trong nước được quản lý có thể hỗ trợ sự phát triển của thị trường vốn Việt Nam.

Chúng tôi cũng suy đoán rằng các cơ quan chức năng có thể ưu tiên các sàn giao dịch quốc tế tham gia vào thị trường Việt Nam thông qua hợp tác với các tổ chức sàn trong nước được cấp phép thay vì phục vụ trực tiếp NĐT Việt Nam từ nước ngoài. Trên thực tế, điều này sẽ khuyến khích các sàn giao dịch toàn cầu trở thành đối tác chiến lược hoặc kỹ thuật của hệ sinh thái trong nước. Những diễn biến ban đầu của thị trường ủng hộ quan điểm này.

- Trong tháng 4, OKX Ventures và HashKey Capital đã đầu tư vào CAEX, một sàn giao dịch trực thuộc VPBank, để hỗ trợ sàn này đáp ứng yêu cầu vốn điều lệ tối thiểu 10 nghìn tỷ đồng.
- Các sàn giao dịch Hàn Quốc đã có bước đi tiên phong: Bithumb đã ký biên bản ghi nhớ với SSI Digital và Dunamu, đơn vị vận hành sàn Upbit, đã thảo luận với MBB về khả năng hợp tác giữa các sàn giao dịch.

Nhìn chung, những diễn biến này cho thấy các sàn giao dịch hàng đầu toàn cầu ngày càng xem việc hợp tác với các nhà điều hành tiềm năng trong nước là con đường ưu tiên để tiếp cận thị trường tài sản số Việt Nam.

Thử thách thực sự bắt đầu khi ra mắt

Ngay cả khi Việt Nam thành công trong việc hạn chế NĐT cá nhân truy cập vào các nền tảng nước ngoài (như Binance và Bybit), một số thách thức về mặt cấu trúc vẫn có thể hạn chế sự phát triển của các sàn giao dịch trong nước:

- **Thứ nhất, sự đa dạng sản phẩm có thể vẫn là hạn chế quan trọng nhất.** Binance hiện cung cấp hơn 400 tài sản tiền điện tử được niêm yết, từ các tài sản chính như Bitcoin và Ethereum đến các altcoin nhỏ hơn. Ngoài ra, hàng ngàn memecoin cũng có thể được giao dịch thông qua các nền tảng nhỏ hơn. Ngược lại, các sàn giao dịch trong nước mới được cấp phép có thể chỉ hỗ trợ một số lượng hạn chế các tài sản tiền điện tử chính ban đầu.

Các sản phẩm ngoài giao dịch giao ngay – bao gồm giao dịch ký quỹ, hợp đồng tương lai và các công cụ đòn bẩy khác – cũng khó có thể được cho phép trong giai đoạn đầu, do cách tiếp cận thận trọng của các cơ quan quản lý đối với quản lý rủi ro.

Mặc dù những hạn chế này có thể tăng cường sự ổn định của thị trường nhưng cũng có thể làm giảm đáng kể sức hấp dẫn của các sàn giao dịch trong nước đối với các nhà giao dịch chuyên nghiệp đang tìm kiếm cơ hội tiếp cận các tài sản vốn hóa nhỏ hơn và các chiến lược rủi ro cao hơn. Altcoin và memecoin chiếm một phần đáng kể trong hoạt động giao dịch toàn cầu và có thể đóng góp đặc biệt quan trọng trong thị trường bán lẻ của Việt Nam (Bảng 3).

- **Thứ hai, niềm tin của nhà đầu tư sẽ cần thời gian để xây dựng.** Các sàn giao dịch trong nước mới thành lập sẽ cần phải chứng minh được năng lực tốt về an ninh mạng, các thỏa thuận lưu ký đáng tin cậy, hoạt động ổn định và chất lượng dịch vụ bền vững trước khi có thể giành được sự tin tưởng của NĐT.

Bảng 3: Đặc điểm của các loại tài sản mã hóa

Altcoin và memecoin đóng góp đáng kể vào thanh khoản giao dịch, nhưng nhìn chung có thời gian nắm giữ ngắn hơn so với các tài sản mã hóa lớn

Loại tài sản mã hóa	Ví dụ	Tỷ trọng khối lượng giao dịch	Mức độ biến động giá	Thời gian nắm giữ bình quân	Hành vi của nhà đầu tư
Tài sản mã hóa vốn hóa lớn	BTC, ETH	40%-50%	Cao	2 tháng – 4 năm	Tích lũy
Altcoin	SOL, XRP, BNB	35-45%	Rất cao	3–9 tháng	Giao dịch và tích lũy
Memecoin	DOGE, SHIB	10-15%	Cực kỳ cao	Dưới 2 tháng	Giao dịch ngắn hạn
Tổng		100%	Cao	57 ngày	Giao dịch và tích lũy

Nguồn: Coinmarketcap, NBER, CoinGecko, HSC

- **Thứ ba, các hạn chế kỹ thuật khó có thể loại bỏ hoàn toàn sự tham gia của các sàn giao dịch nước ngoài.** Các hạn chế về phân phối ứng dụng trên cửa hàng ứng dụng (app-store) hoặc quyền truy cập nền tảng sẽ không thể ngăn cản NGĐT sử dụng VPN hoặc giao dịch dựa trên trình duyệt. Mặc dù những biện pháp này có thể hạn chế khả năng giao dịch xuyên biên giới nhưng khó có thể loại bỏ hoàn toàn hoạt động này.

Nhìn chung, nếu chỉ sử dụng các rào cản pháp lý và kỹ thuật, khoảng cách cạnh tranh giữa các sàn giao dịch trong nước và quốc tế sẽ khó có thể thu hẹp. Đặc biệt, danh mục sản phẩm hạn chế – mặc dù thận trọng từ góc độ rủi ro thị trường – có thể làm giảm đáng kể sự sẵn sàng chuyển dịch tài sản trở về trong nước.

Thay vì chuyển tài sản sang các nền tảng trong nước được cấp phép, một số NGĐT có thể giữ tài sản trên các sàn giao dịch nước ngoài mà không giao dịch tích cực hoặc chuyển vào ví tự quản lý, đặc biệt là đối với các tài sản mã hóa có vốn hóa lớn như Bitcoin. Trong cả hai trường hợp, tài sản sẽ vẫn nằm ngoài hệ sinh thái giao dịch được quản lý của Việt Nam, hạn chế thanh khoản trong nước và thu hẹp thị trường tiềm năng so với ước tính của chúng tôi trong Bảng 4.

Do đó, giai đoạn phát triển thị trường tiếp theo sẽ phụ thuộc vào khả năng của các nhà hoạch định chính sách và các sàn giao dịch được cấp phép trong việc xây dựng một danh mục sản phẩm cạnh tranh có thể thu hút hoạt động giao dịch trở về các nền tảng trong nước.

Bảng 4: Ước tính minh họa doanh thu môi giới gộp

Theo các giả định của chúng tôi, việc 20% người dùng Việt Nam đang hoạt động chuyển dịch sang các sàn giao dịch trong nước có thể tạo ra 680 triệu USD giá trị giao dịch bình quân ngày và 6,6 nghìn tỷ đồng doanh thu môi giới gộp hàng năm

	Đơn vị	Nguồn/giả định
Số lượng tài khoản tài sản mã hóa của người Việt Nam (triệu)	17	Chainanalysis
Tỷ lệ người giao dịch hàng ngày	20%	Thấp hơn 30% - tỷ lệ tài khoản hoạt động được ước tính trên Binance
Số lượng tài khoản giao dịch đang hoạt động (triệu)	3.4	
Tỷ lệ người dùng chuyển sang sàn giao dịch trong nước	20%	Tương đương tỷ lệ Hàn Quốc đạt được trong năm 2024
Số lượng tài khoản giao dịch đang hoạt động chuyển sang sàn trong nước (nghìn)	680	
GTGD bình quân mỗi NGĐT mỗi ngày (USD)	1,000	Giả định của HSC
Ước tính GTGD bình quân ngày của các sàn giao dịch trong nước (triệu USD)	680	
Phí môi giới trên mỗi giao dịch	0.10%	Tương đương mức phí giao dịch giao ngay của Binance đối với người dùng tiêu chuẩn
Doanh thu môi giới gộp (tỷ đồng)	6,577	

Nguồn: Chainanalysis, Despread, Binance, HSC

Bảng 5: Vốn điều lệ của các doanh nghiệp đăng ký thành lập sàn giao dịch tài sản số

CAEX đã đáp ứng yêu cầu về mức vốn điều lệ tối thiểu 10.000 tỷ đồng. Trong khi đó, TCEX gần đạt mục tiêu, còn VIXEX đã công bố kế hoạch tăng vốn song vẫn còn thiếu so với ngưỡng tối thiểu

Doanh nghiệp tài sản số	Đơn vị liên kết	Ngày thành lập	Vốn điều lệ cập nhật mới nhất (tỷ đồng)	Kế hoạch tăng vốn (tỷ đồng)	Thiếu so với ngưỡng 10.000 tỷ đồng	Khả năng thành lập trong 6 tháng cuối năm 2026
TCEX	TCB & TCX	T5/2025	101	8.500 (*)	1.400 tỷ đồng	Cao
CAEX	VPB & VPX	T9/2025	10.000	-	-	Cao
VIXEX	VIX	T8/2025	1.000	1.000 (**)	8.000 tỷ đồng	Trung bình
SCEX	LPB & LPBS	T9/2025	360		9.640 tỷ đồng	Thấp
CTCP Tài sản số Việt Nam	Sungroup	T1/2026	1.000		9.000 tỷ đồng	Thấp

Ghi chú: (*) TCX cho biết đã nâng tỷ lệ sở hữu tại TCEX lên 11% sau tăng vốn (post-money), tương ứng với khoản đầu tư 1.100 tỷ đồng. Bên cạnh đó, TokenBay dự kiến đầu tư 7.400 tỷ đồng vào TCEX thông qua đợt phát hành trái phiếu dài hạn.
(**) VIX dự kiến đầu tư 1.000 tỷ đồng vào VIXEX từ nguồn vốn huy động thông qua đợt chào bán quyền mua cổ phiếu vào tháng 5/2026

Nguồn: Các công ty, HSC

Cập nhật về hoạt động tăng vốn của các ứng viên

5 ứng viên đã vượt qua giai đoạn sàng lọc ban đầu và đang huy động vốn để đáp ứng yêu cầu vốn tối thiểu để được cấp phép (Bảng 5).

Chúng tôi dự đoán TCEX và CAEX sẽ nằm trong số những sàn giao dịch tài sản số trong nước được cấp phép đầu tiên bắt đầu hoạt động, có thể vào nửa cuối năm 2026, vì những tổ chức này có vẻ là những ứng viên đáp ứng tốt nhất yêu cầu về vốn và hoạt động. Chúng tôi tin rằng VIXEX (công ty liên kết của VIX, Chưa khuyến nghị), SCEX (LPBS, Chưa khuyến nghị) và CTCP Tài sản Số Việt Nam (Sungroup, Chưa khuyến nghị) nhiều khả năng sẽ hoàn tất quy trình cấp phép trong nửa đầu năm 2027.

Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng thị trường tài sản số Việt Nam sẽ dần mở cửa cho nhiều bên tham gia khi khuôn pháp lý hoàn thiện hơn. Trong số các ứng viên tiềm năng, MBB và SSI vượt trội nhờ cơ sở hạ tầng tài chính mạnh, năng lực công nghệ tốt và kinh nghiệm trong thị trường vốn được quản lý.

Mặc dù các sàn giao dịch trong nước sẽ cần thời gian để thu hút lại một phần đáng kể khối lượng giao dịch tiền điện tử của Việt Nam và tạo ra lợi nhuận bền vững, việc tiếp tục triển khai khuôn khổ pháp lý sẽ hỗ trợ tâm lý NĐT đối với các công ty có tham vọng về tài sản số. Chúng tôi đánh giá TCX và VPX là những đơn vị hưởng lợi chính từ xu hướng này.

Định giá và khuyến nghị

Cổ phiếu của CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi đã giảm bình quân lần lượt 10% và 13% trong 3 tháng qua và kể từ đầu năm, do thanh khoản thị trường suy yếu, với giá trị giao dịch bình quân ngày Q2/2026 giảm 29% so với quý trước xuống 25 nghìn tỷ đồng. Sau đợt điều chỉnh gần đây, ngành Chứng khoán hiện đang giao dịch với P/B và P/E dự phóng năm 2026 lần lượt là 1,53 lần và 14,3 lần, nhìn chung sát với định giá Q1/2025. Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại phù hợp với luận điểm tích lũy cổ phiếu để nắm giữ dài hạn của chúng tôi.

Trong số các CTCK trong phạm vi phân tích, HSC ưa thích cổ phiếu TCX và SSI nhờ lợi nhuận tăng trưởng ổn định, cơ cấu doanh thu đa dạng và nền tảng vốn mạnh, có thể giúp thu hẹp rủi ro giảm, đồng thời củng cố vị thế để tận dụng chu kỳ tăng trưởng tiếp theo của thị trường.

Bảng 6: Diễn biến giá cổ phiếu gần đây, các công ty chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Giá cổ phiếu của các công ty đã giảm bình quân 10% trong 3 tháng và giảm 13% kể từ đầu năm

	1 tháng	3 tháng	So với đầu năm	1 năm
SSI	-16%	-20%	-25%	-18%
TCX	-3%	-2%	+8%	-
VCI	-19%	-25%	-22%	-32%
VND	-3%	+6%	-12%	-2%
Bình quân	-10%	-10%	-13%	-17%
VN Index	-6%	-5%	-2%	+16%

Nguồn: Các công ty, HSC

Bảng 7: So sánh các công ty chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

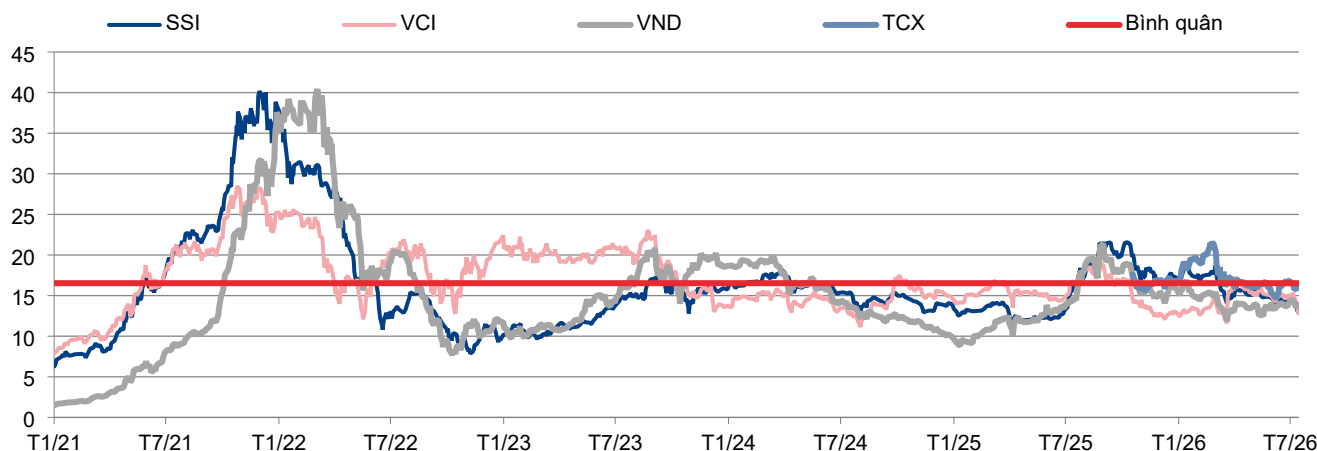
Sau nháp điều chỉnh, TCX, SSI và VCI đều được khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá hấp dẫn

Mã CK	Thị giá (đồng)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng/giảm	P/B (lần)		P/E (lần)		ROE (%)		Tăng trưởng EPS (%)		P/E tại giá mục tiêu (lần)	
					2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
SSI	22,700	Mua vào	33,000	45.4%	1.44	1.40	12.9	11.4	12.2	12.4	7.5	12.7	18.7	16.6
TCX	41,800	Mua vào	52,900	26.7%	2.35	2.07	18.0	14.0	13.8	15.7	13.3	28.3	22.8	17.8
VCI	20,000	Mua vào	31,100	55.5%	1.11	1.18	12.7	11.7	8.8	9.8	18.1	8.5	19.7	18.1
VND	17,200	Nắm giữ	16,900	-1.7%	1.21	1.15	13.5	13.8	9.3	8.5	5.3	-2.4	13.3	13.6
Bình quân				31.4%	1.53	1.45	14.3	12.7	11.0	11.6	11.0	11.7	18.7	16.5

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 20/7.
Nguồn: HSC

Biểu đồ 8: So sánh P/E trượt dự phóng 1 năm, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Với P/E dự phóng bình quân hiện ở mức 14,3 lần, định giá của nhóm cổ phiếu chứng khoán vẫn khá hấp dẫn ở mức thị giá hiện tại; trong đó chúng tôi ưa thích TCX và SSI



Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Tài liệu tham khảo chính

Nghị định 284/2026/NĐ-CP: [Decree 284: The framework governs administrative violations on digital assets market](#)

Bài báo của NBER về thời gian nắm giữ tiền điện tử trung bình: [ARE CRYPTOS DIFFERENT? EVIDENCE FROM RETAIL TRADING](#)

Số liệu của CoinGecko: [The Average Lifespan of Pump.fun Memecoins Is Less Than a Day](#)

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