

## Góc nhìn Tín nhiệm

# Khuôn khổ pháp lý chặt chẽ hơn, nhưng khả năng định giá dựa trên rủi ro còn hạn chế: Thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn chưa hoàn thiện

Nghị định 200 – có hiệu lực từ ngày 5/6/2026 – có tác động tích cực đến chất lượng tín nhiệm nhờ siết chặt điều kiện phát hành, tăng tính minh bạch và bảo vệ tốt hơn cho nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu riêng lẻ – vốn chiếm khoảng 90% giá trị phát hành. Khung pháp lý mới đặt nền tảng vững chắc hơn cho hoạt động của tổ chức phát hành (TCPH) cũng như công tác giám sát, qua đó sàng lọc các TCPH có năng lực tài chính yếu, nâng mặt bằng chất lượng tín nhiệm và khôi phục niềm tin thị trường sau giai đoạn biến động 2022–2023. Tuy vậy, Nghị định vẫn chưa xử lý được điểm cốt lõi: cơ chế định giá theo rủi ro còn hạn chế, do tỷ lệ trái phiếu được xếp hạng tín nhiệm ở mức thấp và chưa hình thành được đường cong lợi suất trái phiếu doanh nghiệp đáng tin cậy.

**Quy định phát hành chặt chẽ hơn giúp nhận diện rủi ro tốt hơn và tăng tính rõ ràng của khung pháp lý.** Nghị định 200 giúp nhà đầu tư phân hóa rủi ro giữa các TCPH nhờ yêu cầu công bố chi tiết về khả năng trả nợ, đòn bẩy, tài sản bảo đảm (TSBĐ), mục đích sử dụng vốn, kế hoạch cơ cấu nợ và rủi ro triển khai dự án. Nghị định này cũng hợp nhất các Nghị định 65, Nghị định 08 và Luật Chứng khoán sửa đổi 2024 sau giai đoạn khó khăn của thị trường trước đây vào một khung pháp lý thống nhất, bao trùm từ điều kiện phát hành, công bố thông tin đến điều kiện của nhà đầu tư. Ngoài ra, khung pháp lý rõ ràng hơn cũng sẽ dần tạo điều kiện cho thị trường phục hồi giá trị phát hành mới.

**Tiêu chuẩn phát hành chặt chẽ hơn nhằm cải thiện chất lượng tín nhiệm, dù tác động chưa đồng đều.** Giới hạn tổng nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu dưới 5 lần khiến các TCPH có đòn bẩy cao khó tiếp cận thị trường hơn, qua đó dịch chuyển cơ cấu phát hành sang nhóm có chất lượng tốt hơn. Việc phân định rõ trách nhiệm giám sát và tăng cường trách nhiệm pháp lý cũng góp phần đảm bảo thực thi đồng bộ hơn. Tuy nhiên, các trường hợp miễn trừ dành cho doanh nghiệp nhà nước, định chế tài chính và công ty thực hiện dự án bất động sản làm giảm tác động tổng thể, bởi một số TCPH quy mô lớn hoặc rủi ro cao vẫn vẫn không thuộc phạm vi áp dụng của giới hạn này.

**Cơ chế bảo vệ nhà đầu tư được tăng cường giúp củng cố niềm tin, nhưng hiệu quả thực thi vẫn là điểm cần cải thiện.** Quy định bắt buộc xếp hạng tín nhiệm và phải có tài sản bảo đảm hoặc bảo lãnh thanh toán toàn bộ gốc đối với trái phiếu bán cho nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp giúp hạn chế rủi ro, và giảm biến động thanh khoản thị trường. Nghị định 200 cũng không cho phép TCPH dùng chính cổ phiếu hoặc trái phiếu của mình làm tài sản bảo đảm khi bán cho nhà đầu tư cá nhân, qua đó loại bỏ các hình thức bảo đảm có chất lượng thấp. Tuy nhiên, việc hạn chế tổ chức tín dụng làm đại lý quản lý tài sản bảo đảm đang làm suy giảm hiệu quả các cơ chế đảm bảo và ảnh hưởng đến hoạt động phát hành. Dự thảo sửa đổi của NHNN tháng 6/2026 dự kiến cho phép ngân hàng đảm nhận vai trò này sẽ nhằm tháo gỡ nút thắt trên. Bên cạnh đó, cơ chế đại diện người sở hữu trái phiếu vẫn còn ở giai đoạn đầu, và kinh nghiệm hạn chế của một số tổ chức trong việc đảm nhận các vai trò này có thể ảnh hưởng đến tính nhất quán cũng như khả năng thực thi.

**Cơ chế định giá theo rủi ro vẫn là điểm yếu mang tính cấu trúc lớn nhất của thị trường.** Xếp hạng tín nhiệm mới chỉ được áp dụng có chọn lọc, trong khi phần lớn trái phiếu phát hành cho nhà đầu tư tổ chức vẫn chưa được xếp hạng. Việt Nam cũng chưa có đường cong lợi suất trái phiếu doanh nghiệp phân biệt theo chất lượng tín nhiệm và kỳ hạn, khiến giá trái phiếu chủ yếu hình thành qua thương lượng. Số liệu giai đoạn thị trường biến động năm 2022–2023 cho thấy lãi suất coupon của các trái phiếu phát sinh chậm trả không cao hơn đáng kể so với các trái phiếu không bị chậm trả, phản ánh khả năng phân hóa rủi ro còn hạn chế. Các trường hợp chậm trả tập trung ở nhóm TCPH bất động sản có đòn bẩy cao, dự án mang tính đầu cơ thay vì phục vụ nhu cầu ở thực. Việc thiếu minh bạch và thiếu xếp hạng tín nhiệm khiến nhà đầu tư khó đánh giá rủi ro, dẫn đến định giá và phân bù rủi ro không phản ánh đầy đủ mức độ rủi ro.

## LIÊN HỆ

### Simon Chen, CFA

Giám đốc Khối Xếp hạng Tín nhiệm và Nghiên cứu

[simon.chen@visrating.com](mailto:simon.chen@visrating.com)

### Phan Duy Hung, CFA, MBA

Giám đốc Cấp cao – Ban Định chế Tài chính

[hung.phan@visrating.com](mailto:hung.phan@visrating.com)

### Nguyễn Trường Giang

Chuyên viên Phân tích

[giang.nguyen@visrating.com](mailto:giang.nguyen@visrating.com)



<https://visrating.com>







**Nhìn chung, Nghị định 200 có tác động tích cực đến chất lượng tín nhiệm, nhưng chưa giải quyết được đầy đủ các tồn tại của thị trường.** Nếu không mở rộng phạm vi áp dụng xếp hạng tín nhiệm, xây dựng đường cong lợi suất đáng tin cậy và nâng cao hiệu quả thực thi đối với tài sản bảo đảm, tiến trình cải cách sẽ bị giới hạn. Giai đoạn tới, trọng tâm cần chuyển từ các biện pháp khắc phục sau giai đoạn thị trường khó khăn sang phát triển hạ tầng phục vụ đo lường, định giá và giao dịch dựa trên rủi ro tín nhiệm. Thiếu bước chuyển này, thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam có thể an toàn hơn nhưng vẫn thiếu chiều sâu và hiệu quả cần thiết để đáp ứng nhu cầu vốn dài hạn.

## Quy định phát hành chặt chẽ hơn giúp nhận diện rủi ro tốt hơn và tăng tính rõ ràng của khung pháp lý

Nghị định 200 cải thiện đáng kể tính minh bạch, nâng cao khả năng nhận diện rủi ro và làm rõ các yêu cầu khi phát hành trái phiếu. Yêu cầu công bố thông tin chi tiết và được chuẩn hóa cho phép nhà đầu tư đánh giá rõ hơn nền tảng tài chính của TCPH, bao gồm khả năng tạo dòng tiền, mức độ đòn bẩy và năng lực trả nợ.

Nghị định làm rõ những mục đích sử dụng vốn trái phiếu được chấp nhận cho dự án đầu tư (ví dụ: góp vốn, hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC)) và yêu cầu công bố tình trạng pháp lý, tiến độ triển khai cũng như các rủi ro liên quan của dự án. Với trái phiếu phát hành để cơ cấu nợ, TCPH phải nêu chi tiết các nghĩa vụ nợ và lịch trả nợ. Đồng thời, TCPH phải công bố kế hoạch phân bổ vốn theo từng mục đích, tiến độ giải ngân dự kiến và phương án sử dụng nguồn vốn nhân rồi, bao gồm cả tiền gửi ngân hàng.

**Hình 1: Tóm tắt các thay đổi chính về quy định phát hành trái phiếu riêng lẻ theo Nghị định 200**

Hạng mục	Trước Nghị định 200	Yêu cầu mới theo Nghị định 200	Tác động tín nhiệm
 <b>Mục đích sử dụng vốn</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Quy định chung</li> </ul>	Yêu cầu công bố thông tin chi tiết hơn: <ul style="list-style-type: none"> <li>Trái phiếu dự án: phê duyệt pháp lý, tình trạng dự án, kế hoạch triển khai và rủi ro chính</li> <li>Trái phiếu cơ cấu nợ: chi tiết từng khoản nợ được cơ cấu và lịch trả nợ</li> <li>Sử dụng vốn: số tiền, thời gian dự kiến giải ngân và phương án sử dụng nguồn vốn nhân rồi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tăng tính rõ ràng của khung pháp lý</li> <li>Cải thiện việc đánh giá khả năng trả nợ</li> </ul>
 <b>Tài sản bảo đảm</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Công bố loại TSĐB, giá trị, thứ tự ưu tiên thanh toán</li> <li>Không có hạn chế về TSĐB</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bổ sung: phương án xử lý TSĐB</li> <li>Trái phiếu bán cho nhà đầu tư cá nhân: không được dùng cổ phiếu, trái phiếu của TCPH làm TSĐB</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tăng tính rõ ràng về TSĐB</li> <li>Tăng cường bảo vệ nhà đầu tư</li> </ul>
 <b>Ngưỡng đòn bẩy</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Không đề cập</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giới hạn nợ phải trả/vốn chủ sở hữu dưới 5 lần đối với TCPH không phải là công ty đại chúng</li> <li>Miễn trừ: doanh nghiệp nhà nước, định chế tài chính và công ty thực hiện dự án bất động sản</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nâng cao chất lượng tín nhiệm của các đợt phát hành</li> </ul>
 <b>Xếp hạng tín nhiệm bắt buộc</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Xếp hạng TCPH hoặc trái phiếu nếu vượt ngưỡng đòn bẩy hoặc quy mô phát hành</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trái phiếu bán cho nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp: Bắt buộc xếp hạng tín nhiệm và có TSĐB hoặc bảo lãnh thanh toán</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tăng cường minh bạch tín nhiệm</li> </ul>
 <b>Sửa đổi điều khoản trái phiếu</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Không có quy định rõ ràng về việc thanh toán cho người sở hữu trái phiếu không chấp thuận sửa đổi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trước khi sửa đổi điều khoản trái phiếu được trên 65% người sở hữu thông qua, TCPH phải mua lại trước hạn đối với trái chủ không đồng ý sửa đổi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tăng cường bảo vệ người sở hữu trái phiếu</li> </ul>
 <b>Vai trò đại diện người sở hữu trái phiếu</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Quy định chung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bổ sung: đại diện người sở hữu trái phiếu có thể quản lý hoặc chỉ định bên thứ ba quản lý TSĐB</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vai trò đại diện rõ ràng hơn</li> <li>Cần thêm những sửa đổi bổ sung về vai trò bên quản lý TSĐB</li> </ul>

Nguồn: Bộ Tài chính (BTC), VIS Rating

Yêu cầu công bố thông tin về tài sản bảo đảm cũng được nâng lên, giúp nhà đầu tư thấy rõ hơn về chất lượng tài sản, cách định giá, thứ tự ưu tiên thanh toán, cơ chế thực thi và phương án xử lý TSĐB – một số nội dung trước đây chưa rõ ràng và gây ra sự không chắc chắn cho nhà đầu tư.

Nhìn chung, Nghị định 200 cũng hợp nhất các Nghị định 65, Nghị định 08 và Luật Chứng khoán sửa đổi 2024 sau giai đoạn khó khăn của thị trường trước đây vào một khung pháp lý thống nhất, bao trùm từ điều kiện phát hành, công bố thông tin đến điều kiện của nhà đầu tư. Các yêu cầu về công bố thông tin tài chính, mục đích sử dụng vốn và báo cáo sau phát hành nay được áp dụng thống nhất hơn, trong khi điều kiện nhà đầu tư và yêu cầu xếp hạng tín nhiệm cũng được đồng bộ giữa các hình thức phát hành. Việc đồng bộ giữa phát hành ra công chúng và phát hành riêng lẻ tiếp tục giúp khung pháp lý nhất quán hơn.

Khung pháp lý mới cũng tháo gỡ những vướng mắc còn tồn đọng sau bản dự thảo tháng 11/2025 sửa đổi về phát hành trái phiếu riêng lẻ, qua đó giúp TCPH và đơn vị tư vấn có định hướng rõ ràng hơn cho các đợt phát hành sắp tới. Đây là nền tảng để hoạt động phát hành phục hồi theo lộ trình và mở rộng nguồn cung tài sản đầu tư cho cả nhà đầu tư tổ chức lẫn nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp.

### Tiêu chuẩn phát hành chặt chẽ hơn nhằm cải thiện chất lượng tín nhiệm, dù tác động chưa đồng đều

Việc siết chặt điều kiện phát hành cho thấy một thay đổi mang tính cấu trúc, nhằm nâng tiêu chuẩn tiếp cận thị trường và cải thiện chất lượng tín nhiệm. Giới hạn tổng nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu dưới 5 lần khiến các TCPH có đòn bẩy cao khó tiếp cận thị trường hơn, qua đó dịch chuyển cơ cấu phát hành sang nhóm có chất lượng tốt hơn. Tuy nhiên, các trường hợp

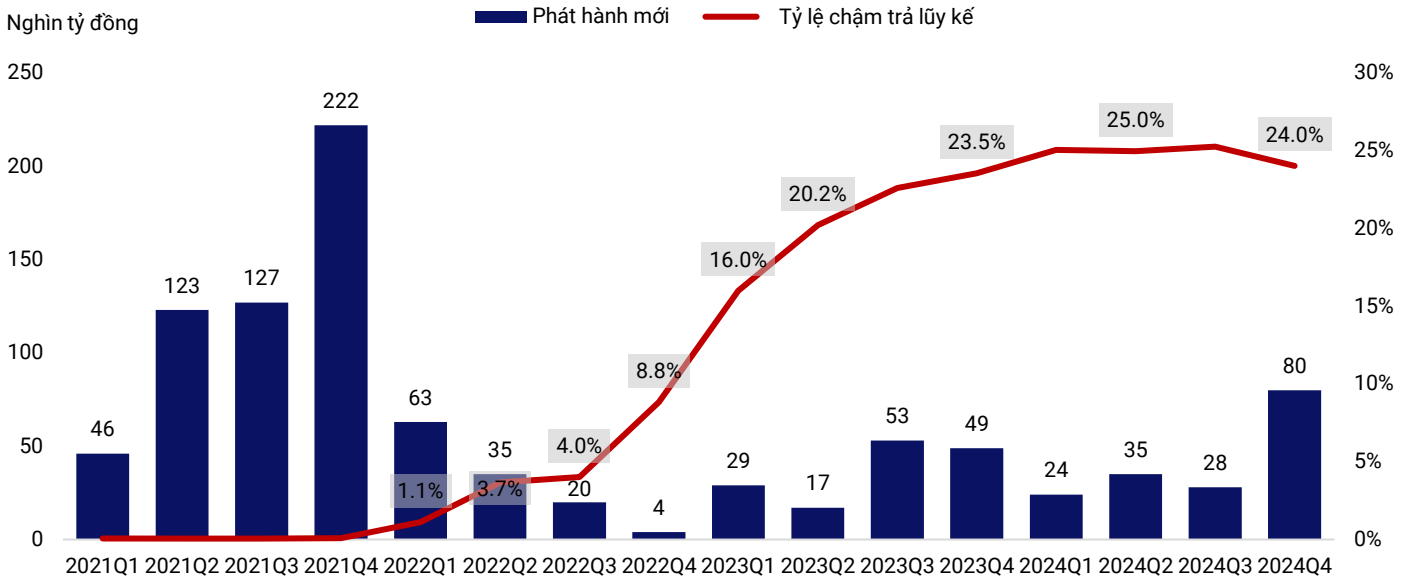
miễn trừ cho doanh nghiệp nhà nước, định chế tài chính và TCPH thực hiện dự án bất động sản có thể làm giảm bớt tác động chung.

Việc phân định rõ vai trò giám sát giữa Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN), các sở giao dịch và tổ chức lưu ký giúp công tác giám sát phát hành, giao dịch và công bố thông tin hiệu quả hơn. Đi cùng với đó là trách nhiệm pháp lý của TCPH và tổ chức cung cấp dịch vụ cũng được nâng lên, cho thấy quyết tâm thực thi mạnh mẽ hơn và hạn chế ro vi phạm.

Nhìn chung, các biện pháp này có thể cải thiện chất lượng tín nhiệm và tính ổn định toàn thị trường, dù một số rủi ro vẫn tồn tại ở các nhóm được miễn trừ.

Chúng tôi lưu ý rằng các trường hợp chậm trả trong giai đoạn biến động 2022–2023 (Hình 2) tập trung ở nhóm TCPH bất động sản, với đòn bẩy cao và dòng tiền hoạt động yếu hoặc không ổn định. Các tổ chức này thường có chênh lệch kỳ hạn lớn do dùng trái phiếu kỳ hạn ngắn để tài trợ dự án dài hạn, nên khi thanh khoản thị trường thắt chặt và các kênh tái cấp vốn thu hẹp, các tổ chức này nhanh chóng rơi vào tình trạng thiếu hụt dòng tiền.

**Hình 2: Phát hành trái phiếu doanh nghiệp sụt giảm mạnh trong giai đoạn biến động 2022-2023**



Ghi chú: Dữ liệu không bao gồm trái phiếu do ngân hàng phát hành  
 Nguồn: HNX, UBCKNN, VIS Rating

**Cơ chế bảo vệ nhà đầu tư được tăng cường giúp củng cố niềm tin, nhưng hiệu quả thực thi vẫn là điểm cần cải thiện**

Cơ chế bảo vệ nhà đầu tư được tăng cường rõ rệt, giúp củng cố niềm tin và giảm rủi ro bất ổn thị trường. Trái phiếu bán cho nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp nay bắt buộc phải có xếp hạng tín nhiệm và được bảo đảm bằng tài sản hoặc bảo lãnh thanh toán toàn bộ gốc, tạo thêm nhiều lớp bảo vệ hơn cho nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp.

TCPH cũng không còn được dùng cổ phiếu hay trái phiếu của chính mình làm tài sản bảo đảm khi bán cho nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp. Quy định này giúp lành mạnh hóa cấu trúc giao dịch, hạn chế việc sử dụng tài sản bảo đảm kém chất lượng – vốn chỉ mang lại mức bảo vệ thấp và dễ khiến nhà đầu tư hiểu sai về mức độ và hiệu quả của cơ chế bảo đảm.

Tuy nhiên, hạn chế về hạ tầng thị trường đang làm giảm hiệu quả thực thi. Quy định do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) ban hành tháng 7/2024, theo đó hạn chế tổ chức tín dụng làm đại lý quản lý tài sản bảo đảm trong một số trường hợp, đã giảm hiệu quả của các cấu trúc trái phiếu có bảo đảm và phần nào ảnh hưởng hoạt động phát hành. Để tháo gỡ vấn đề này, dự thảo sửa đổi của NHNN tháng 6/2026<sup>1</sup> dự kiến cho phép ngân hàng quản lý tài sản bảo đảm trong các giao dịch trái phiếu, qua đó mở rộng vai trò đại lý và tăng tính hiệu quả cho các trái phiếu có tài sản bảo đảm.

Nghị định cũng làm rõ vai trò của đại diện người sở hữu trái phiếu trong việc giám sát TCPH tuân thủ các điều khoản và cam kết, phát hiện vi phạm và phối hợp xử lý, bao gồm cả xử lý tài sản bảo đảm và thực hiện nghĩa vụ bảo lãnh. Dù vậy, vai trò này vẫn còn ở giai đoạn ban đầu và chưa được kiểm chứng đầy đủ qua các tình huống chậm trả thực tế.

Việc thực thi có thể gặp khó khăn do một số tổ chức cung cấp dịch vụ còn ít kinh nghiệm với các yêu cầu mới. Hiệu quả cuối cùng sẽ phụ thuộc vào năng lực thực thi và sự phối hợp giữa nhiều bên liên quan – gồm TCPH, cơ quan quản lý, người sở hữu trái phiếu (kể cả cá nhân) và bên bảo lãnh – và điều này có thể ảnh hưởng đến tính nhất quán và tiến độ xử lý.

<sup>1</sup> Tham khảo [Dự thảo sửa đổi Luật Tổ chức Tín dụng 2024 của NHNN](#)  
 Ấn phẩm này không phải là một báo cáo xếp hạng tín nhiệm

Quyền lợi của người sở hữu trái phiếu cũng được nâng lên khi TCPH phải mua lại trước hạn đối với nhà đầu tư không đồng ý sửa đổi điều khoản trái phiếu, trước khi trái phiếu được áp dụng sửa đổi điều khoản và được trên 65% người sở hữu thông qua. Việc hạn chế nhà đầu tư cá nhân tham gia trái phiếu riêng lẻ cũng giúp giảm rủi ro phân phối sai đối tượng và hạn chế các cú sốc thanh khoản do biến động tâm lý của nhóm này, như đã thấy trong giai đoạn 2022–2023.

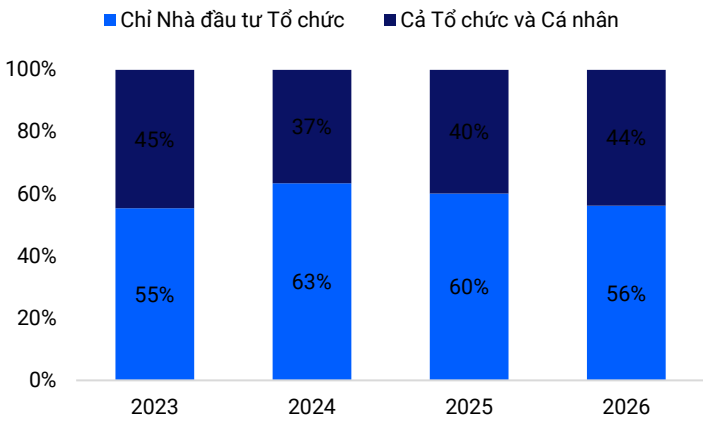
Nhìn chung, các biện pháp này góp phần khắc phục những điểm yếu cấu trúc bộc lộ trong đợt biến động gần đây, đồng thời hỗ trợ chuyển dịch sang cơ cấu nhà đầu tư ổn định hơn, với vai trò dẫn dắt của các tổ chức. Tuy nhiên, hiệu quả thực tế vẫn phụ thuộc vào việc tiếp tục nâng cao năng lực đại lý, năng lực thực thi pháp lý và hoàn thiện hạ tầng thị trường.

**Cơ chế định giá theo rủi ro còn hạn chế vẫn là điểm yếu mang tính cấu trúc lớn nhất của thị trường**

Dù đã có nhiều cải thiện, một điểm nghẽn quan trọng vẫn chưa được giải quyết: thị trường thiếu một cơ chế định giá dựa trên rủi ro đủ tin cậy.

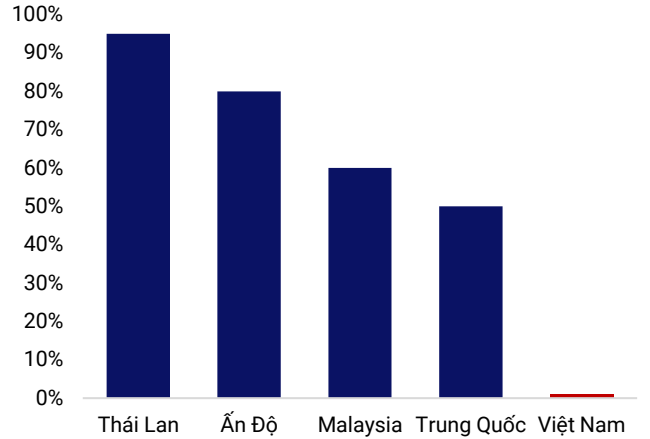
Xếp hạng tín nhiệm mới chỉ được áp dụng có chọn lọc, chủ yếu cho trái phiếu bán cho nhà đầu tư cá nhân, trong khi phần lớn trái phiếu phát hành cho nhà đầu tư tổ chức (Hình 3) chưa được xếp hạng. Trong 12 tháng qua, đa số trái phiếu được phát hành cho nhà đầu tư tổ chức, đồng nghĩa với việc phần lớn thị trường chưa có cơ chế định giá dựa trên xếp hạng. Chúng tôi ước tính số trái phiếu đã được xếp hạng chỉ chiếm khoảng 1% tổng số trái phiếu doanh nghiệp đang lưu hành (Hình 4).

**Hình 3: Hơn một nửa trái phiếu phát hành riêng lẻ được bán cho nhà đầu tư tổ chức**



Ghi chú: Phát hành riêng lẻ  
 Nguồn: HNX, UBCKNN, VIS Rating

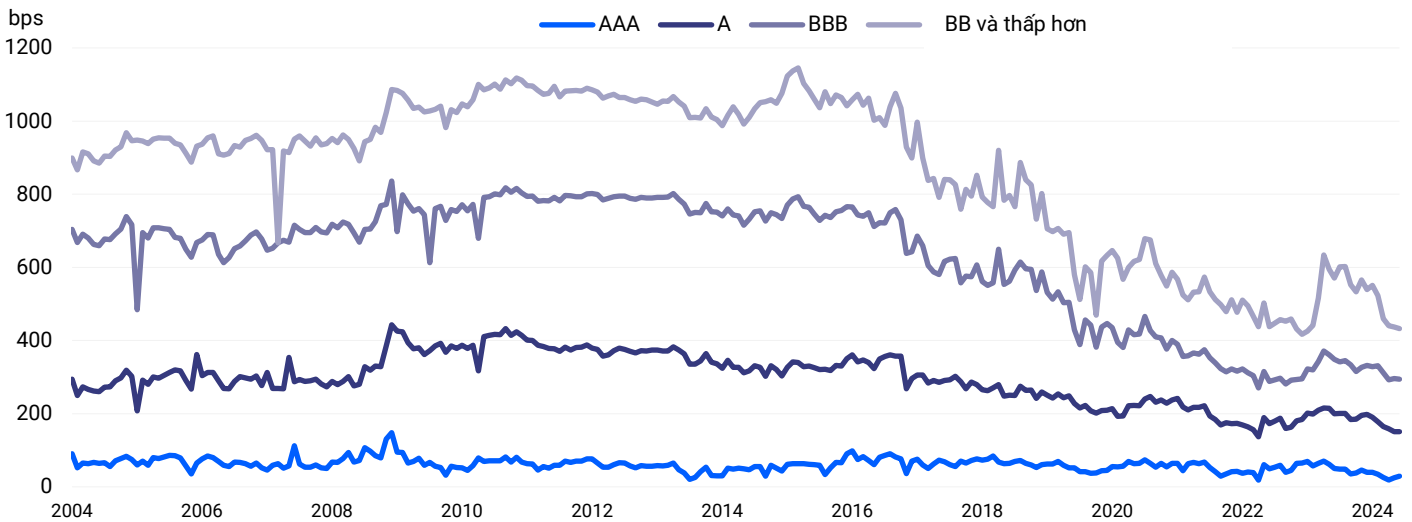
**Hình 4: Chỉ 1% số trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam được xếp hạng, thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực**



Ghi chú: % trái phiếu được xếp hạng  
 Nguồn: VIS Rating

Quan trọng hơn, Việt Nam chưa có đường cong lợi suất trái phiếu doanh nghiệp dựa trên giao dịch thực tế, phân hóa theo chất lượng tín nhiệm, kỳ hạn và cấu trúc trái phiếu. Điều này trái ngược với các nước trong khu vực như Malaysia và Thái Lan, nơi đường cong lợi suất đóng vai trò là chuẩn mực nhất quán cho việc định giá rủi ro (Hình 5).

**Hình 5: Đường cong lợi suất trái phiếu doanh nghiệp Malaysia thể hiện sự phân hóa rõ theo chất lượng tín nhiệm**

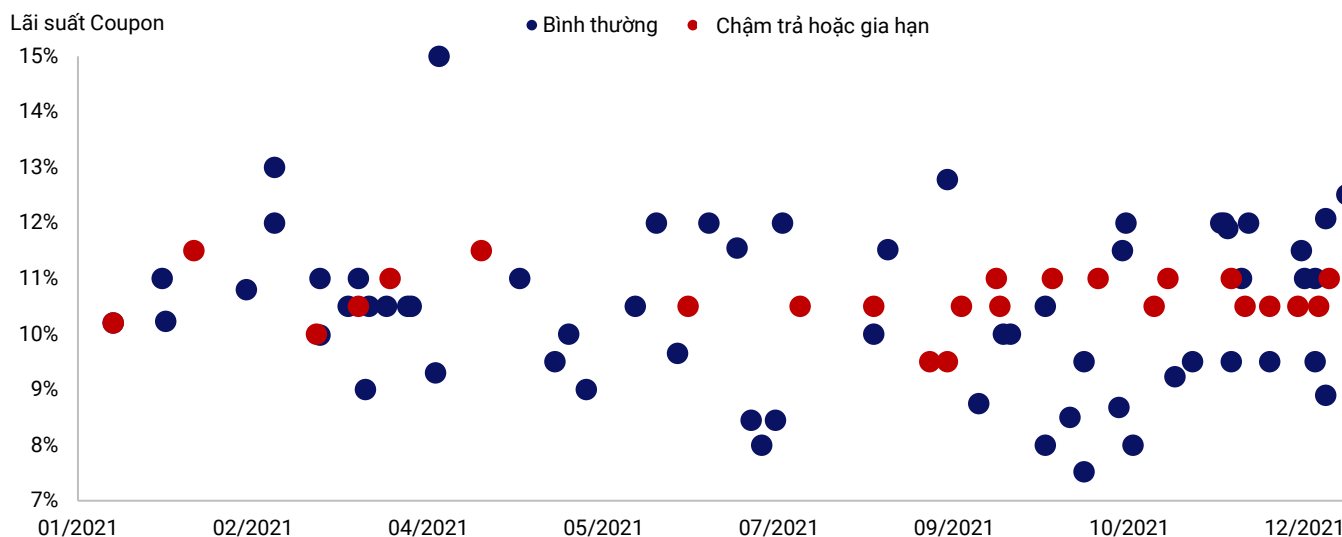


Ghi chú: Dữ liệu mới nhất tính đến năm 2024  
 Nguồn: Asian Bonds Online, VIS Rating

Malaysia và Thái Lan đã áp dụng xếp hạng trái phiếu bắt buộc từ đầu thập niên 1990, và xếp hạng vẫn được sử dụng rộng rãi tại Malaysia ngay cả khi quy định bắt buộc đã được gỡ bỏ vào năm 2017. Cả hai thị trường này đều phát triển hơn Việt Nam, với quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp lần lượt khoảng 50% và 30% GDP, được dẫn dắt bởi nhà đầu tư tổ chức – chủ yếu là quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm và quỹ mở – chiếm trên 50% số lượng người tham gia, so với mức dưới 10% tại Việt Nam.

Tại Việt Nam, giá trái phiếu vẫn chủ yếu hình thành qua thương lượng và chịu chi phối lớn từ quan hệ cung – cầu, dẫn đến kết quả phân tán và thiếu nhất quán. Điểm yếu này thể hiện rất rõ trong giai đoạn 2022–2023: phân tích của chúng tôi cho thấy lãi suất coupon của các trái phiếu sau đó chậm trả không cao hơn đáng kể so với các trái phiếu không chậm trả (Hình 6), cho thấy thị trường chưa phân hóa rủi ro tín dụng một cách nhất quán.

**Hình 6: Thị trường trái phiếu Việt Nam hầu như chưa phản ánh phần bù rủi ro cao hơn cho các TCPH có chất lượng tín nhiệm yếu**



Ghi chú: Dữ liệu bao gồm 85 trái phiếu kỳ hạn 3 năm không có tài sản bảo đảm do tổ chức phi tài chính phát hành năm 2021; 24 trái phiếu sau đó đã phát sinh chậm trả gốc/lãi hoặc gia hạn kỳ hạn trong giai đoạn 2022–2024  
 Nguồn: HNX, VIS Rating

Phân tích của chúng tôi cũng cho thấy các trường hợp chậm trả tập trung ở nhóm TCPH bất động sản chưa niêm yết, có đòn bẩy cao, dòng tiền yếu và mức độ minh bạch thấp, thường gắn với các dự án mang tính đầu cơ hơn là đáp ứng nhu cầu ở thực. Các yếu tố này, cộng với việc thiếu xếp hạng tín nhiệm và công bố thông tin chưa đầy đủ về sức khỏe tài chính của TCPH – đặc biệt là đòn bẩy, thanh khoản và khả năng trả nợ – khiến nhà đầu tư khó đánh giá rủi ro, dẫn đến định giá và phần bù rủi ro không tương xứng.

Hệ quả này tích lũy dần theo thời gian. Các TCPH chất lượng cao thường không đạt được lợi thế rõ ràng về chi phí vốn so với các đơn vị yếu hơn, làm suy giảm động lực phát hành và có thể khiến nhóm này rời xa kênh trái phiếu. Nhà đầu tư cũng khó đánh giá tương quan rủi ro – lợi nhuận, làm suy giảm kỷ luật và niềm tin thị trường.

Ở cấp độ hệ thống, tình trạng định giá chưa chính xác này làm ảnh hưởng đến việc phân bổ vốn đầu tư, làm suy giảm hiệu quả thị trường và hạn chế thanh khoản. Điều này làm giảm khả năng thu hút vốn từ nhà đầu tư tổ chức nước ngoài và hạn chế việc phát triển thị trường trái phiếu trong nước tại Việt Nam.

**Nhìn chung, Nghị định 200 có tác động tích cực đến chất lượng tín nhiệm, nhưng chưa giải quyết được đầy đủ các tồn tại của thị trường**

Sửa đổi lần này giúp củng cố khung pháp lý, đồng thời hỗ trợ cải thiện tính minh bạch, chất lượng tín nhiệm và mức độ bảo vệ nhà đầu tư. Đây là một bước chuyển quan trọng, góp phần khôi phục niềm tin, củng cố nền tảng tín nhiệm và đưa thị trường vận hành theo hướng có tổ chức hơn.

Tuy nhiên, các sửa đổi hiện nay cũng cho thấy nhu cầu cần tiếp tục bước đi tiếp theo. Nếu không mở rộng diện áp dụng xếp hạng tín nhiệm, xây dựng đường cong lợi suất doanh nghiệp minh bạch và đáng tin cậy, đồng thời tháo gỡ các nút thắt thực thi – đặc biệt là hạn chế về vai trò đại lý quản lý tài sản bảo đảm – thị trường sẽ chỉ được cải thiện một phần: ổn định hơn nhưng chưa đủ hiệu quả và chưa đáp ứng được nhu cầu đầu tư quy mô lớn.

Thị trường trái phiếu trong nước có vai trò then chốt giúp Việt Nam huy động được vốn tư nhân – cả trong và ngoài nước – để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và phát triển hạ tầng. Để đạt được điều này, cần tiếp tục hoàn thiện chính sách, tập trung vào củng cố hạ tầng thị trường và mở rộng vai trò của xếp hạng tín nhiệm trong đánh giá và định giá rủi ro.

Trọng tâm chính sách giờ đây cần chuyển từ bảo vệ thị trường sang tạo điều kiện cho thị trường phát triển, ưu tiên xây dựng hạ tầng phục vụ định giá theo rủi ro hiệu quả, tăng cường thanh khoản và hỗ trợ tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

© 2026 CÔNG TY CỔ PHẦN XẾP HẠNG TÍN NHIỆM ĐẦU TƯ VIỆT NAM ("VIS RATING"). Đã đăng ký bản quyền.

Tập đoàn Moody's nắm giữ 49% tổng số cổ phần tại VIS Rating. Hai bên đã ký kết Thỏa thuận Dịch vụ Kỹ thuật mà theo đó, Tập đoàn Moody's cung cấp một số dịch vụ nhất định, bao gồm hỗ trợ kỹ thuật nghiệp vụ, cho VIS Rating. Để làm rõ, Tập đoàn Moody's không tham gia vào bất kỳ quy trình xếp hạng tín nhiệm hoặc nghiên cứu cụ thể nào của VIS Rating. Báo cáo này và các ý kiến được nêu trong đây chỉ phản ánh quan điểm độc lập của VIS Rating và không liên quan đến hay có bất kỳ đóng góp nào của bất kỳ tổ chức, giám đốc, cán bộ hoặc nhân viên nào của Tập đoàn Moody's.

## MIỀN TRỪ TRÁCH NHIỆM

XẾP HẠNG TÍN NHIỆM CỦA VIS RATING LÀ CÁC QUAN ĐIỂM HIỆN TẠI CỦA CHÚNG TÔI VỀ RỦI RO TÍN NHIỆM TƯƠNG ĐỐI TRONG TƯƠNG LAI CỦA CÁC TỔ CHỨC, NỢ HOẶC NGHĨA VỤ TÀI CHÍNH, CHỨNG KHOÁN NỢ, CỔ PHẦN ƯU ĐÃI HOẶC CÁC CÔNG CỤ TÀI CHÍNH KHÁC HOẶC VỀ BÊN PHÁT HÀNH CỦA CÁC LOẠI NỢ HOẶC NGHĨA VỤ TÀI CHÍNH, CHỨNG KHOÁN NỢ, CỔ PHẦN ƯU ĐÃI HOẶC CÁC CÔNG CỤ TÀI CHÍNH KHÁC ĐÓ TẠI VIỆT NAM VÀ CÁC TÀI LIỆU, SẢN PHẨM, DỊCH VỤ VÀ THÔNG TIN DO VIS RATING CÔNG BỐ (GỌI CHUNG LÀ "CÁC SẢN PHẨM") CÓ THỂ BAO GỒM CÁC QUAN ĐIỂM NHƯ VẬY. VIS RATING ĐỊNH NGHĨA RỦI RO TÍN DỤNG LÀ RỦI RO MÀ MỘT TỔ CHỨC KHÔNG THỂ ĐÁP ỨNG CÁC NGHĨA VỤ TÀI CHÍNH THEO HỢP ĐỒNG KHI CHÚNG ĐẾN HẠN VÀ BẤT KỲ TỔN THẤT TÀI CHÍNH HƯC TÍNH NÀO TRONG TRƯỜNG HỢP MẤT KHẢ NĂNG THANH TOÁN HOẶC LỖ DO SUY GIẢM GIÁ TRỊ. VUI LÒNG THAM KHẢO ẨM PHẨM VỀ CÁC KÝ HIỆU XẾP HẠNG VÀ ĐỊNH NGHĨA CỦA VIS RATING ĐỂ XEM CÁC THÔNG TIN VỀ CÁC LOẠI NGHĨA VỤ TÀI CHÍNH THEO HỢP ĐỒNG ĐƯỢC ĐỀ CẬP TRONG CÁC XẾP HẠNG TÍN NHIỆM CỦA VIS RATING. BÊN CẠNH NHỮNG RỦI RO CƠ BẢN CẦN ĐƯỢC ĐÁNH GIÁ THEO QUY ĐỊNH CỦA PHÁP LUẬT VIỆT NAM (BAO GỒM NGHỊ ĐỊNH 88/2014/NĐ-CP NGÀY 26 THÁNG 9 NĂM 2014 CỦA CHÍNH PHỦ VIỆT NAM) VỀ DỊCH VỤ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM TÙY TỪNG THỜI ĐIỂM, XẾP HẠNG TÍN NHIỆM KHÔNG GIẢI QUYẾT BẤT KỲ RỦI RO NÀO KHÁC, BAO GỒM NHƯNG KHÔNG GIỚI HẠN Ở RỦI RO THANH KHOẢN, RỦI RO GIÁ TRỊ THỊ TRƯỜNG HOẶC BIẾN ĐỘNG GIÁ CẢ. CÁC XẾP HẠNG TÍN NHIỆM, ĐÁNH GIÁ KHÔNG PHẢI VỀ TÍN NHIỆM ("CÁC ĐÁNH GIÁ"), VÀ CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC NẾU TRONG CÁC SẢN PHẨM CỦA VIS RATING KHÔNG PHẢI LÀ CÁC TUYÊN BỐ VỀ DỮ KIẾN HIỆN TẠI HOẶC QUÁ KHỨ. CÁC XẾP HẠNG TÍN NHIỆM, ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM VÀ SẢN PHẨM KHÁC CỦA VIS RATING CHỈ NHẪM MỤC ĐÍCH THAM KHẢO VÀ KHÔNG CẤU THÀNH VÀ KHÔNG CUNG CẤP LỜI KHUYÊN ĐẦU TƯ HOẶC TÀI CHÍNH, VÀ CÁC XẾP HẠNG TÍN NHIỆM, ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM VÀ SẢN PHẨM KHÁC CỦA VIS RATING KHÔNG PHẢI LÀ VÀ KHÔNG CUNG CẤP KHUYÊN NGHỊ ĐẦU TƯ, GÓP VỐN, MUA, BÁN HOẶC GIỮ BẤT KỲ CÔNG CỤ NỢ HOẶC CÔNG CỤ TÀI CHÍNH CỤ THỂ NÀO. CÁC XẾP HẠNG TÍN NHIỆM, ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM VÀ SẢN PHẨM KHÁC CỦA VIS RATING KHÔNG BÌNH LUẬN VỀ TÍNH THÍCH HỢP CỦA VIỆC ĐẦU TƯ CHO BẤT KỲ NHÀ ĐẦU TƯ NÀO. VIS RATING ĐƯA RA XẾP HẠNG TÍN NHIỆM, ĐÁNH GIÁ VÀ CÁC QUAN ĐIỂM VÀ CÔNG BỐ CÁC SẢN PHẨM VỚI KỶ VỌNG VÀ HIỂU BIẾT RẰNG MỖI NHÀ ĐẦU TƯ SẼ, VỚI SỰ CẦN TRỌNG CẦN THIẾT, TỰ NGHIÊN CỨU VÀ ĐÁNH GIÁ VỀ MỖI CHỨNG KHOÁN HOẶC CÔNG CỤ NỢ MÀ HỌ ĐANG XEM XÉT MUA, BÁN HOẶC GIỮ.

CÁC XẾP HẠNG TÍN NHIỆM, CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC, VÀ SẢN PHẨM CỦA VIS RATING KHÔNG NHẪM ĐƯỢC SỬ DỤNG BỞI CÁC NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN NGHIỆP VÀ VIỆC NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN NGHIỆP SỬ DỤNG XẾP HẠNG TÍN NHIỆM, ĐÁNH GIÁ, VÀ CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC HOẶC SẢN PHẨM CỦA VIS RATING KHI QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ LÀ KHÔNG CẦN TRỌNG VÀ KHÔNG PHÙ HỢP. NẾU KHÔNG CHẮC CHẮN, VUI LÒNG LIÊN HỆ VỚI CỔ VẤN TÀI CHÍNH HOẶC CỔ VẤN CHUYÊN NGHIỆP KHÁC CỦA BẠN.

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

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

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

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

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

VIS RATING CÓ THỂ ĐIỀU CHỈNH VÀ/HOẶC THAY ĐỔI CÁC SẢN PHẨM CỦA MÌNH TẠI BẤT KỲ THỜI ĐIỂM NÀO, VÌ BẤT KỲ LÝ DO GÌ. TUY NHIÊN, VIS RATING KHÔNG (VÀ KHÔNG CÓ Ý ĐỊNH) CAM KẾT CÓ NGHĨA VỤ CÔNG BỐ VIỆC BỔ SUNG, CẬP NHẬT HOẶC SỬA ĐỔI CÁC SẢN PHẨM CỦA MÌNH TRONG TƯƠNG LAI. NGƯỜI DÙNG TỰ CHỊU RỦI RO TRONG VIỆC SỬ DỤNG VÀ/HOẶC DỰA VÀO CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC VÀ SẢN PHẨM CỦA VIS RATING.

VIS Rating duy trì các chính sách và quy trình để đảm bảo sự độc lập trong các xếp hạng tín nhiệm của VIS Rating và các quy trình xếp hạng tín nhiệm. Thông tin liên quan đến, bên cạnh các thông tin khác, các cổ đông nắm giữ trên 5% vốn điều lệ thực góp của VIS Rating, bất kỳ thay đổi về tỷ lệ sở hữu nào của các cổ đông nắm giữ trên 5% vốn điều lệ thực góp của VIS Rating và danh sách các tổ chức được xếp hạng với phí dịch vụ xếp hạng tín nhiệm chiếm trên 5% tổng doanh thu hoạt động xếp hạng tín nhiệm của VIS Rating trong năm tài chính liên trước thời điểm công bố thông tin, được đăng tải tại <https://visrating.com> dưới tiêu đề "Thông Tin Doanh Nghiệp".



VIETNAM  
INVESTORS SERVICE

Empowering Better Decisions