

Cải thiện khả năng huy động cho dự án tại Việt Nam: Vấn đề cấu trúc trước khi là vấn đề vốn

Ngày 7 tháng 8 năm 2026

Báo cáo này không phải là một hành động xếp hạng tín nhiệm.

Các nội dung chính:

- **Điểm nghẽn lớn nhất của Việt Nam không phải là thiếu nguồn vốn quan tâm đến thị trường, mà là thiếu các dự án được cấu trúc theo cách mà ngân hàng và nhà đầu tư trái phiếu có thể định giá và chấp nhận tài trợ.** Cùng một tài sản có thể không đáp ứng tiêu chí cấp vốn dưới một cấu trúc giao dịch nhưng lại hoàn toàn có thể huy động nếu được phân bổ lại rủi ro và dòng tiền phù hợp. Nói cách khác, khả năng huy động trước hết là vấn đề của thiết kế dự án và cấu trúc hợp đồng. Đây cũng là yếu tố mà chủ đầu tư, bên cho vay và cơ quan quản lý có thể cải thiện ngay cả khi điều kiện thị trường vốn chưa thay đổi.
- **Về phía nguồn cung vốn, hệ thống ngân hàng khó có thể đáp ứng nhu cầu tài trợ dài hạn ở quy mô mà danh mục dự án hạ tầng đòi hỏi.** Mặc dù dư nợ tín dụng toàn hệ thống đạt gần 20 triệu tỷ đồng vào cuối tháng 6/2026, cơ cấu nguồn vốn vẫn chủ yếu dựa trên tiền gửi ngắn hạn, khiến khả năng cung cấp các khoản vay có kỳ hạn 15–20 năm khó có thể cải thiện đáng kể trong trung hạn. Đồng thời, tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của toàn hệ thống ở mức dưới 12% cũng tiếp tục thu hẹp dư địa mở rộng tín dụng cho các dự án quy mô lớn.
- **Trong khi đó, thị trường trái phiếu doanh nghiệp vẫn chưa bù đắp được khoảng trống về nguồn vốn dài hạn.** Đối với 19 doanh nghiệp hạ tầng và năng lượng niêm yết, trái phiếu chỉ tài trợ khoảng 1% tổng tài sản năm 2017 và khoảng 7% vào năm 2024, trong khi giá trị tuyệt đối gần như không tăng kể từ năm 2022. Phần lớn nhu cầu vốn vẫn được đáp ứng thông qua vốn chủ sở hữu và các khoản vay khác, khiến tốc độ mở rộng đầu tư phụ thuộc đáng kể vào năng lực huy động vốn của chính chủ đầu tư.
- **So với tín dụng ngân hàng, trái phiếu dự án đặt ra yêu cầu cao hơn đáng kể về tính độc lập của dự án.** Ngân hàng có thể dựa vào quan hệ tín dụng lâu dài với doanh nghiệp hoặc kỳ vọng sự hỗ trợ từ công ty mẹ trong trường hợp cần thiết. Ngược lại, nhà đầu tư trái phiếu gần như chỉ dựa vào dòng tiền của chính dự án để đánh giá khả năng trả nợ. Vì vậy, chất lượng tín dụng của trái phiếu phụ thuộc trực tiếp vào việc dòng tiền được khoanh vùng rõ ràng, cơ chế bảo đảm đầy đủ và mức độ tách biệt pháp lý giữa dự án với chủ đầu tư.
- **Trong bối cảnh đó, trở ngại cốt lõi hiện nay không nằm ở sự thiếu hụt của khung pháp lý, mà ở cách cấu trúc hợp đồng và phân bổ rủi ro giữa các bên.** Những yếu tố quyết định khả năng huy động của dự án bao gồm: (i) cơ chế bảo đảm doanh thu thông qua thanh toán công suất hoặc cam kết huy động tối thiểu; (ii) cơ chế giá nhiên liệu với nguyên tắc chia sẻ chi phí vượt ngưỡng đã thỏa thuận; (iii) khả năng chuyển đổi ngoại tệ, quyền chuyển tiền và các công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá; (iv) cơ chế bảo vệ nhà đầu tư trước thay đổi pháp luật; và (v) bộ quyền của bên cho vay, bao gồm quyền tiếp quản dự án, thực thi tài sản bảo đảm và cơ chế giải quyết tranh chấp hiệu quả. Phần lớn các nội dung này có thể được giải quyết thông qua các điều khoản hợp đồng và các nghị quyết hoặc quyết định của Chính phủ, thay vì phải chờ sửa đổi luật.

Bộ phận Phân tích và Nghiên cứu:

Nguyễn Quang Thuần

Tổng Giám đốc

thuan.nguyen@fiiratings.vn

Lê Hồng Khang

Giám đốc Khối Phân tích & Nghiên cứu

khang.le@fiiratings.vn

Nguyễn Thảo Hạnh

Phó phòng Nghiên cứu & Dịch vụ Nhà đầu tư

hanh.nguyenthao@fiiratings.vn

Tổng quan

Thảo luận về phát triển hạ tầng tại Việt Nam đã vượt qua câu hỏi cần bao nhiêu vốn trong nước. Vấn đề quan trọng hơn là vì sao chỉ một phần rất nhỏ trong lượng vốn đang quan tâm đến thị trường thực sự được giải ngân vào các dự án. Báo cáo này được xây dựng dựa trên phiên thảo luận kín do FiinRatings tổ chức tại Hà Nội ngày 24/7/2026, với sự tham gia của các ngân hàng thương mại, định chế tài chính phát triển đa phương, chủ đầu tư, công ty luật, nhà đầu tư và tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế.

Điểm đáng chú ý của phiên thảo luận là mức độ đồng thuận giữa những bên vốn tiếp cận vấn đề từ các góc nhìn rất khác nhau: ngân hàng thương mại trong nước có kinh nghiệm thu xếp tài trợ có cấu trúc; định chế tài chính phát triển với những giới hạn về quy mô tài trợ cho từng dự án; chuyên gia xếp hạng tín nhiệm có nhiều kinh nghiệm đánh giá trái phiếu dự án trong khu vực; và luật sư đã tham gia tư vấn cho cả ba thể hệ dự án điện đập đóng tài chính tại Việt Nam. Các ý kiến của khách mời được tổng hợp theo nguyên tắc không nêu danh tính; những quan điểm được xác định là của FiinRatings phản ánh đánh giá độc lập của chúng tôi.

Thông điệp xuyên suốt của phiên thảo luận tương đối nhất quán. Theo các bên cho vay, định chế phát triển, chuyên gia xếp hạng và tư vấn pháp lý, điểm nghẽn không nằm ở quy mô nguồn vốn mà ở cách dòng tiền của dự án được ràng buộc bằng hợp đồng, được bảo đảm và được phân bổ rủi ro. Cùng một tài sản có thể không đáp ứng tiêu chí cấp vốn dưới một cấu trúc giao dịch nhưng lại hoàn toàn có thể huy động dưới một cấu trúc khác. Vì vậy, khả năng huy động vốn trước hết là bài toán về thiết kế dự án và cấu trúc giao dịch – yếu tố mà chủ đầu tư, ngân hàng và cơ quan quản lý có thể cải thiện ngay, ngay cả khi điều kiện của thị trường vốn chưa thay đổi.

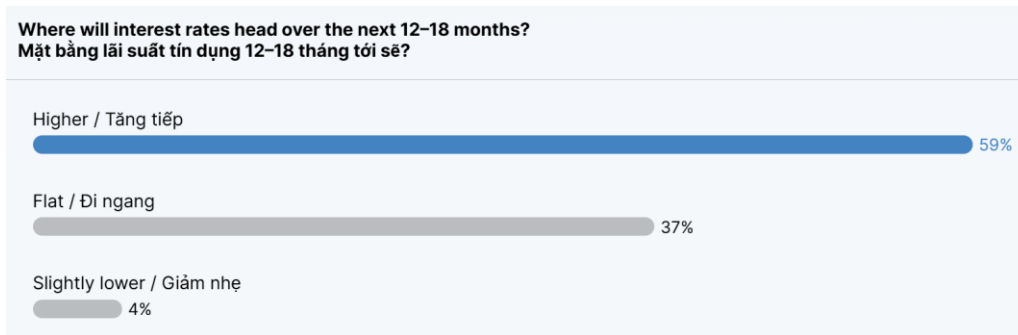
Từ điểm xuất phát này, phiên thảo luận mở rộng sang những ràng buộc của hệ thống tài trợ và quay trở lại câu hỏi về thiết kế dự án. Các bên đều nhận định chi phí vốn sẽ tiếp tục chịu áp lực tăng trong những năm tới, khiến những cấu trúc dự án không đủ khả năng hấp thụ chi phí nợ cao hơn trở nên kém bền vững. Trong khi đó, hệ thống ngân hàng đang tiến gần giới hạn về khả năng cung cấp tín dụng dài hạn cho hạ tầng, còn thị trường trái phiếu doanh nghiệp vẫn chưa đảm nhiệm được vai trò bổ sung nguồn vốn kỳ hạn dài. Trong bối cảnh đó, thiết kế giao dịch trở thành biến số quan trọng nhất vẫn nằm trong tầm kiểm soát của thị trường trong nước.

Các quan điểm về cách nâng cao khả năng huy động của dự án cũng có mức độ đồng thuận cao. Thứ nhất, giảm thiểu rủi ro ngay từ cấu trúc hợp đồng quan trọng hơn việc chỉ phân bổ lại rủi ro giữa các bên. Thứ hai, các cơ chế giúp ngăn ngừa sự kiện vỡ nợ có giá trị lớn hơn các cơ chế chỉ phát huy hiệu lực sau khi vỡ nợ đã xảy ra. Thứ ba, đối với nhà đầu tư trái phiếu – những chủ nợ không có quyền truy đòi đối với chủ đầu tư – khả năng huy động phụ thuộc vào việc dòng tiền được khoanh vùng rõ ràng, gói bảo đảm đầy đủ và thứ tự ưu tiên thanh toán được thiết kế minh bạch. Thực tiễn tại Việt Nam cho thấy phần lớn các nội dung này có thể được giải quyết thông qua bộ hợp đồng của dự án thay vì phải chờ sửa đổi pháp luật. Những vấn đề còn thực sự cần hoàn thiện chủ yếu tập trung ở cơ chế chia sẻ rủi ro đối với giá nhiên liệu nhập khẩu và các cam kết về bao tiêu hoặc huy động công suất nền.

Chi phí vốn tăng khiến yêu cầu cấu trúc trở nên cấp thiết hơn

Các bên tham gia mở đầu với quan điểm thận trọng. Khoảng 60% dự báo chi phí vốn trong nước tiếp tục tăng trong hai năm tới, và xếp hạ tầng số cùng năng lượng là hai lĩnh vực có khả năng thu hút vốn định chế nước ngoài nhất trong chu kỳ tới. Mức độ đồng thuận này có ý nghĩa nhiều hơn ở góc độ lập kế hoạch tài chính hơn là dự báo thị trường. Theo đó, các dự án dự kiến đóng tài chính trong hai năm tới cần được xây dựng trên giả định rằng chi phí nợ tại lần tái tài trợ đầu tiên sẽ cao hơn so với thời điểm đóng tài chính.

Hình 1. Kết quả khảo sát: Kỳ vọng về lãi suất trong nước trong 12–18 tháng tới (%)



Nguồn: FiinRatings

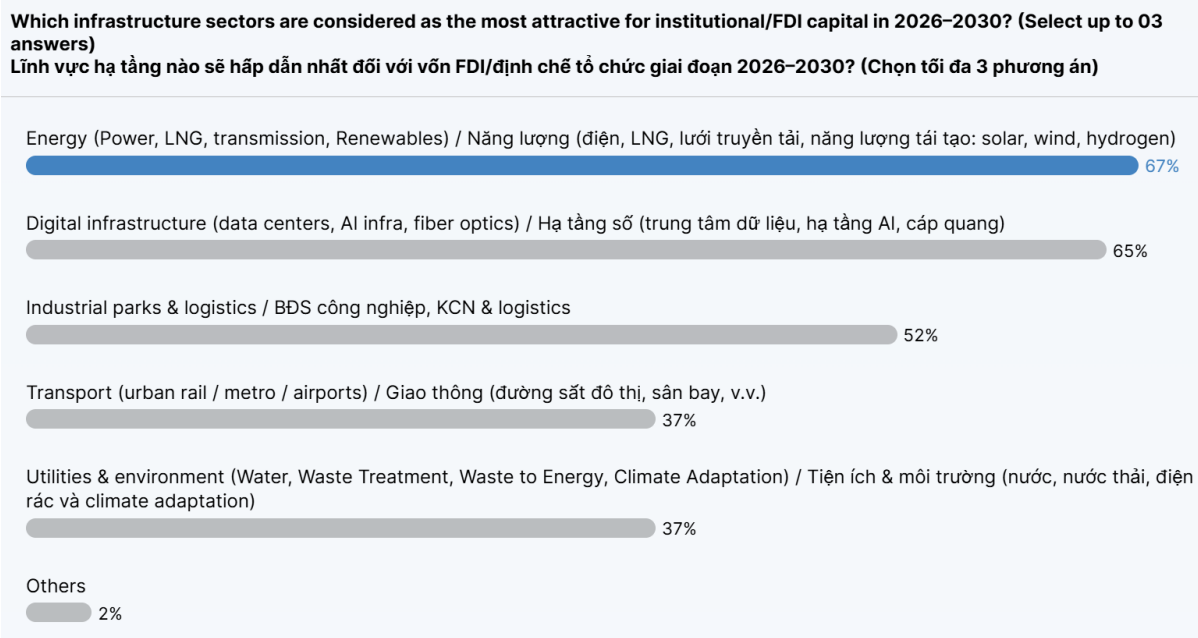
Kỳ vọng này làm gia tăng chi phí của việc cấu trúc dự án chưa phù hợp. Một dự án được xây dựng trên các giả định hiện tại có thể mất hiệu quả kinh tế khi bước vào giai đoạn tái tài trợ. Nhóm chịu tác động lớn nhất là các dự án bán sản phẩm theo giá hợp đồng cố định nhưng sử dụng nguồn vốn vay với lãi suất thả nổi. Doanh thu được cố định trong suốt thời hạn hợp đồng bao tiêu, trong khi chi phí nợ được định giá lại theo chu kỳ. Vì vậy, mỗi lần lãi suất tăng đều tác động trực tiếp đến hệ số bao phủ nợ, khiến một dự án được thẩm định với biên độ an toàn cao tại thời điểm đóng tài chính vẫn có thể gặp áp lực tài chính mà không cần bất kỳ sự suy giảm nào trong hoạt động vận hành. Đối với các dự án điện có giá bán do cơ quan quản lý quy định và được xây dựng trên cơ sở một mức sinh lời cho phép, chi phí phát sinh thêm không có cơ chế để hấp thụ. Khoản chi phí này không thể chuyển sang bên mua điện, cũng không thể được bù đắp thông qua mức sinh lời cao hơn, mà sẽ phản ánh trực tiếp vào hệ số bao phủ nợ và lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Vì vậy, giải pháp cần được thiết kế ngay từ thời điểm đóng tài chính thay vì tìm kiếm sau này, thông qua việc khớp kỳ hạn và cơ sở lãi suất của khoản vay với dòng doanh thu, hoặc bổ sung các công cụ tăng cường tín dụng để dự án có thể huy động vốn với mức chi phí phù hợp với khả năng chi trả từ giá bán.

“Một dự án được thiết kế tốt ở thời điểm hiện tại vẫn có thể mất khả năng huy động nếu cuối cùng phải huy động ở mức 9% cộng thêm hai đến bốn điểm phần trăm.”

Nguyễn Quang Thuận, Tổng Giám đốc FiinRatings

Môi trường chi phí vốn cũng ảnh hưởng trực tiếp đến việc lĩnh vực nào có khả năng huy động vốn trước. Các bên tham gia đều đánh giá hạ tầng số và năng lượng là hai nhóm tài sản hấp dẫn nhất đối với nhà đầu tư tổ chức, nhưng cũng lưu ý rằng đây là hai mô hình có cấu trúc doanh thu rất khác nhau. Đối với hạ tầng số, doanh thu chủ yếu đến từ các hợp đồng thuê thương mại, trong đó giá thuê được điều chỉnh định kỳ khi gia hạn hợp đồng thay vì được cố định trong suốt vòng đời tài sản. Khung hợp đồng cho loại tài sản này tại Việt Nam cũng vẫn đang trong quá trình hình thành, khiến rủi ro dòng tiền phụ thuộc nhiều hơn vào chất lượng khách thuê và điều khoản hợp đồng. Ngược lại, các dự án năng lượng đã có khuôn mẫu tương đối rõ dưới hình thức hợp đồng mua bán điện (PPA) dài hạn, tạo nền tảng thuận lợi hơn cho việc thu xếp vốn. Tuy nhiên, khả năng huy động vẫn phụ thuộc vào việc từng điều khoản bảo vệ bên cho vay – từ cơ chế thanh toán, phân bổ rủi ro đến quyền của chủ nợ – có được đàm phán đầy đủ trong từng dự án hay không. Khi chi phí vốn tăng, dư địa để hấp thụ những bất định này ngày càng thu hẹp. Vì vậy, các dự án có doanh thu theo hợp đồng dài hạn, bên mua có năng lực tín dụng độc lập và quy mô phù hợp với sức hấp thụ của thị trường trong nước sẽ có lợi thế rõ rệt trong tiếp cận nguồn vốn. Các dự án quy mô lớn không vì thế mà mất cơ hội huy động. Tuy nhiên, để đạt được khả năng huy động tương đương, các dự án này thường cần bổ sung các cơ chế tăng cường tín dụng hoặc phân tầng rủi ro, và các cấu phần này phải được thiết kế ngay từ đầu, trước khi tiếp cận thị trường vốn hoặc các bên cho vay.

Hình 2. Kết quả khảo sát: Các lĩnh vực hạ tầng hấp dẫn nhất với vốn định chế và FDI, 2026–2030 (%)



Nguồn: FiinRatings

Hệ thống ngân hàng không thể tài trợ dự án dài hạn ở quy mô cần thiết

Tín dụng toàn hệ thống đạt 19,97 triệu tỷ đồng tại ngày 26/6/2026, tăng 18,1% so với cùng kỳ, trong bối cảnh Ngân hàng Nhà nước định hướng tăng trưởng tín dụng cả năm khoảng 15%. Tuy nhiên, điểm nghẽn không nằm ở quy mô nguồn tín dụng mà ở kỳ hạn của nguồn vốn. Các dự án hạ tầng cần nguồn tài trợ có thời hạn 15–20 năm, trong khi tỷ trọng vốn ngân hàng có thể cung cấp ở kỳ hạn này khó có thể tăng đáng kể trong hai đến ba năm tới. Nguyên nhân nằm ở cơ cấu nguồn vốn của hệ thống. Tiền gửi ngắn hạn vẫn chiếm tỷ trọng lớn, khiến mỗi khoản cho vay dài hạn mới đều làm gia tăng khoảng chênh lệch giữa kỳ hạn huy động và kỳ hạn cho vay. Chính khoảng chênh lệch này, không phải nhu cầu vay vốn, là yếu tố thiết lập giới hạn đối với khả năng mở rộng tín dụng dài hạn.

Bộ đệm vốn của hệ thống ngân hàng tiếp tục thu hẹp dư địa này. Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) toàn hệ thống hiện ở mức dưới 12%. Việc tăng vốn chủ sở hữu cho toàn hệ thống, bao gồm cả các ngân hàng có vốn nhà nước, sẽ mở rộng năng lực cho vay dài hạn hiệu quả hơn so với việc điều chỉnh tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn. Nói cách khác, vấn đề về kỳ hạn không thể được giải quyết chỉ trong phạm vi của hệ thống ngân hàng.

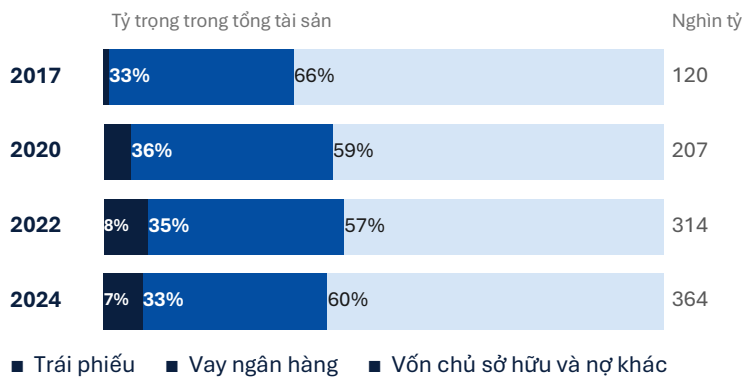
Sự thiếu hụt đường cong lợi suất tham chiếu là điểm nghẽn thứ ba, nhưng đây là điểm dễ xử lý hơn. Phần lớn trái phiếu phát hành trong nước hiện vẫn được định giá dựa trên lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 12 tháng, thay vì theo một đường cong lợi suất phản ánh cả kỳ hạn và chất lượng tín dụng. Trong khi đó, các dự án nước, xử lý rác và năng lượng tái tạo bán sản phẩm theo giá hợp đồng cố định. Việc sử dụng lãi suất coupon biến động theo lãi suất tiền gửi buộc các dự án này phải tự hấp thụ phần chi phí lãi vay tăng thêm mà không thể chuyển sang bên mua. Một đường cong lợi suất tham chiếu được phân biệt theo mức xếp hạng tín nhiệm sẽ cho phép các tài sản này huy động vốn với chi phí cố định, phù hợp với đặc điểm doanh thu cố định của dự án.

Trái phiếu chưa trở thành kênh vốn thứ hai

Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp hạ tầng phản ánh rõ những hệ quả khi nguồn vốn dài hạn khan hiếm và thị trường trái phiếu chưa phát triển đủ chiều sâu. Nhóm 19 doanh nghiệp hạ tầng và năng lượng niêm yết đã tăng tổng tài sản gấp ba lần trong giai đoạn 2017–2024, từ 120 nghìn tỷ đồng lên 364 nghìn tỷ đồng, tương ứng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR)

khoảng 17%/năm. Trong suốt giai đoạn này, tín dụng ngân hàng duy trì ổn định ở mức 33–36% tổng tài sản. Trong khi đó, trái phiếu tăng từ khoảng 1% tổng tài sản năm 2017 lên 8% năm 2022, trước khi giảm xuống còn 7% vào năm 2024.

Hình 3: Nguồn vốn trái phiếu không mở rộng tương ứng với tổng tài sản của các doanh nghiệp hạ tầng và năng lượng niêm yết



17%

CAGR 2017-2024

Tổng tài sản tăng gấp ba lên 364 nghìn tỷ đồng

Trái phiếu chứng lại sau 2022. Tỷ trọng tăng từ 1% lên 8%, sau đó đi ngang. Trên 50 nghìn tỷ đồng tài sản tăng thêm kể từ 2022.

Vay ngân hàng neo ở mức 33–36%. Ràng buộc đến từ kỳ hạn và giới hạn cấp tín dụng một khách hàng, không phải từ khẩu vị.

Vốn chủ sở hữu và nợ khác tài trợ phần tăng trưởng. Điều này giới hạn tốc độ mở rộng theo khả năng huy động vốn chủ. Tăng trưởng tài sản giảm từ 52% giai đoạn 2020–2022 xuống 16% giai đoạn 2022–2024.

Nguồn: FiinRatings. Tổng tài sản, nợ và vay ngân hàng của 19 doanh nghiệp niêm yết hoạt động trong lĩnh vực hạ tầng và năng lượng. Mẫu chỉ bao gồm doanh nghiệp niêm yết, không tính các tổng công ty nhà nước và công ty dự án chưa niêm yết.

Các tỷ trọng trên chưa phản ánh đầy đủ mức độ đình trệ của kênh vốn này. Trong giai đoạn 2022–2024, tổng tài sản của nhóm doanh nghiệp tăng thêm khoảng 50 nghìn tỷ đồng. Trong phần tăng đó, vay ngân hàng đóng góp khoảng 10 nghìn tỷ đồng, trong khi nguồn vốn trái phiếu hầu như không thay đổi về giá trị tuyệt đối. Phần còn lại chủ yếu được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu và các nguồn nợ khác.

Có hai cách lý giải cho diễn biến này và cả hai đều dẫn đến cùng một kết luận. Giai đoạn đình trệ trùng với sự gián đoạn của thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong giai đoạn 2022–2023, đồng thời cũng là thời kỳ nhiều dự án năng lượng tái tạo tạm dừng phê duyệt. Vì vậy, không thể loại trừ khả năng sự thiếu hụt các dự án cần tài trợ là một yếu tố góp phần. Tuy nhiên, tốc độ mở rộng tài sản mới là yếu tố đáng chú ý hơn. Tổng tài sản của nhóm doanh nghiệp này tăng khoảng 52% trong giai đoạn 2020–2022, khi thị trường trái phiếu còn hoạt động bình thường, nhưng chỉ tăng khoảng 16% trong giai đoạn 2022–2024 sau khi kênh này thu hẹp. Tốc độ mở rộng giảm xuống còn khoảng một phần ba so với giai đoạn trước, đồng thời với việc mất đi kênh huy động trái phiếu. Điều này cho thấy trái phiếu không chỉ đi cùng với tăng trưởng mà còn là một trong những nguồn tài trợ trực tiếp cho tăng trưởng.

Thiết kế của công cụ phát hành cho thấy nhiều thứ hơn là khẩu vị của nhà đầu tư. Sản phẩm mà các chủ đầu tư hạ tầng đang đưa ra thị trường chủ yếu là trái phiếu doanh nghiệp ở cấp công ty mẹ, phần lớn không được xếp hạng tín nhiệm, có kỳ hạn hai đến ba năm và được định giá theo lãi suất tiền gửi bình quân. Các công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí, vốn tìm kiếm tài sản có kỳ hạn từ mười năm trở lên, không thể đầu tư vào những công cụ này, bất kể quan điểm của họ đối với lĩnh vực hạ tầng. Khoảng trống vì vậy nằm ở phía cung, và đây cũng chính là phần mà chủ đầu tư cùng các đơn vị thu xếp có thể chủ động thay đổi.

Đối với chủ đầu tư, điểm nghẽn nằm ở những gì có thể phát hành, không phải ở việc bên nào sẽ đầu tư. Trái phiếu được khoanh vùng dòng tiền, có xếp hạng tín nhiệm, trả gốc dần và được thiết kế phù hợp với dòng doanh thu theo hợp đồng sẽ tiếp cận một nhóm nhà đầu tư hoàn toàn khác so với trái phiếu trả gốc một lần ở cấp công ty mẹ, đồng thời được định giá theo chất lượng của dự án thay vì theo hồ sơ tín dụng của chủ đầu tư.

Đối với ngân hàng, vai trò cần dịch chuyển từ nắm giữ sang khởi tạo và phân phối. Rủi ro xây dựng được giữ trên bảng cân đối của ngân hàng, trong khi các tài sản đã hoàn thành và có lịch sử vận hành được chuyển sang thị trường trái phiếu.

Cơ chế này giúp giải phóng giới hạn cấp tín dụng đối với một khách hàng và tạo dư địa tài trợ cho các dự án tiếp theo. Sự luân chuyển này cho phép cùng một nền tảng vốn hỗ trợ một danh mục dự án lớn hơn.

Đối với khung chính sách, giai đoạn tái tài trợ sau khi dự án đi vào vận hành thương mại là phân khúc có giá trị cao nhất. Đây là thời điểm rủi ro ở mức thấp nhất, nhu cầu vốn kỳ hạn dài ở mức cao nhất và dự án đã có lịch sử dòng tiền để nhà đầu tư định giá. Một cơ chế trái phiếu PPP chỉ tập trung vào các dự án mới sẽ bỏ qua chính phân khúc có khả năng hấp thụ vốn tốt nhất.

Theo quan điểm của chúng tôi, dư địa của kênh vốn chủ sở hữu đã gần như cạn kiệt. Việc tài trợ tăng trưởng bằng vốn chủ sở hữu và các nguồn nợ khác chỉ phù hợp khi quy mô tài sản còn nhỏ. Khi tổng tài sản đã đạt 364 nghìn tỷ đồng và tiếp tục mở rộng, cách tiếp cận này sẽ giới hạn tốc độ tăng trưởng theo khả năng huy động hoặc tích lũy vốn chủ sở hữu của chủ đầu tư, thấp hơn đáng kể so với nhu cầu vốn của danh mục dự án đã được công bố.

Hình 4: Những điểm đồng thuận và những điểm còn khác biệt trong thảo luận

Câu hỏi	Điểm các bên đồng thuận	Điểm còn khác biệt
Vốn có phải là điểm nghẽn?	Không. Cấu trúc dòng tiền và bảo đảm là yếu tố đi trước	Năng lực tài trợ của ngân hàng là ràng buộc ngay hiện tại hay trong hai đến ba năm tới
Phân bổ rủi ro có tạo ra khả năng huy động?	Phân bổ là cần thiết nhưng chưa đủ. Giám tổng rủi ro của dự án là bước đi trước	Ai nên gánh rủi ro giá nhiên liệu nhập khẩu trong dự án điện LNG, bên mua điện hay chủ đầu tư
Có cần ban hành quy định pháp luật mới?	Bộ hợp đồng đã đáp ứng phần lớn nhu cầu của chủ đầu tư	Khung PPP cần bổ sung tính linh hoạt hay cần khai thác đầy đủ dư địa hiện có
Dự án metro và TOD có khả năng vay?	Chỉ khi giá trị đất tham gia vào cấu trúc trả nợ	Bên cho vay có thể dự báo và thu giữ hợp pháp doanh thu bất động sản hay không

Nguồn: FiinRatings.

Điều gì tạo nên một dự án có khả năng huy động

Phân bổ rủi ro là điều kiện cần nhưng bản thân nó không tạo ra khả năng huy động

Nguyên tắc phân bổ rủi ro đã được thừa nhận rộng rãi về mặt lý thuyết: rủi ro nên được phân bổ cho bên có khả năng quản lý tốt nhất hoặc có khả năng chuyển giao rủi ro đó cho bên thứ ba. Tuy nhiên, tại Việt Nam, nguyên tắc này vẫn được áp dụng chưa đồng đều. Một số loại rủi ro vẫn được chuyển sang chủ đầu tư và bên cho vay, trong khi tại nhiều thị trường khác, các rủi ro tương tự được giữ lại ở phía Nhà nước. Một bên tham gia phiên thảo luận mô tả tình trạng bế tắc do cách phân bổ này tạo ra: từ góc nhìn của nhà đầu tư thì không có dự án nào đủ khả năng huy động vốn, còn từ góc nhìn của cơ quan quản lý thì không có nguồn vốn sẵn sàng tham gia. Hai nhận định này thực chất phản ánh cùng một khoảng trống về cấu trúc từ hai góc nhìn đối lập, và cũng là lý do không bên nào có thể giải quyết vấn đề.

Các định chế tài chính phát triển đa phương cũng thẳng thắn về giới hạn năng lực của chính mình. Các thương vụ tài trợ cho dự án năng lượng tái tạo tại Việt Nam chủ yếu được thực hiện theo mô hình truy đòi giới hạn, kết hợp với các công cụ riêng của từng định chế nhằm giảm thiểu những rủi ro đã được xác định. Tuy nhiên, cách tiếp cận này không thể mở rộng theo quy mô. Mô hình này phù hợp với các dự án có quy mô khoảng 100–200 triệu USD. Khi quy mô dự án tăng lên từ 1 tỷ USD trở lên, đặc điểm rủi ro thay đổi đáng kể, và không một định chế đơn lẻ nào có thể cho vay hoặc bảo lãnh nếu rủi ro không được phân bổ phù hợp ngay từ đầu.

Một chuyên gia quốc tế đưa lập luận này đi thêm một bước. Theo đó, bản thân việc phân bổ rủi ro không cải thiện khả năng huy động của một dự án. Điều quan trọng trước tiên là giảm tổng mức rủi ro mà dự án phải gánh, sau đó mới phân bổ phần rủi ro còn lại cho bên có năng lực nắm giữ phù hợp nhất. Ngay tại các thị trường phát triển, khu vực công cũng đã từng

tham gia xử lý các dự án không truy đòi bị chậm tiến độ và tiếp tục thực hiện nghĩa vụ thanh toán để bảo đảm tài sản được hoàn thành. Điều này cho thấy việc phân bổ rủi ro trên giấy tờ chưa phải là toàn bộ câu trả lời.

Lập luận này đồng thời cũng đặt ra giới hạn của chính nó. Khi một dự án không thể tạo ra dòng tiền để trả nợ từ hiệu quả kinh tế của chính dự án, thì dự án đó cần được để vỡ nợ. Một khung thể chế giải cứu mọi dự án sẽ tạo ra lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức. Điểm phân định quan trọng nằm ở việc phân thiếu hụt phát sinh từ các yếu tố ngoài khả năng kiểm soát của dự án hay từ chính cách dự án được hình thành. Việc giảm rủi ro, do đó, không chỉ đến từ cơ chế phân bổ giữa các bên mà còn từ một khung thể chế trong đó các hợp đồng được tôn trọng và lịch sử thực hiện nghĩa vụ thanh toán được tích lũy theo thời gian.

Trái phiếu dự án đặt ra yêu cầu cao hơn khả năng huy động của tín dụng ngân hàng

Sự khác biệt giữa khả năng huy động đối với ngân hàng và đối với thị trường trái phiếu có tác động trực tiếp đến khung trái phiếu PPP đang được xây dựng tại Việt Nam. Ngân hàng cho vay đối với những khách hàng có quan hệ tín dụng, thường có khả năng theo dõi dòng tiền vượt ra ngoài phạm vi của một tài sản cụ thể, đồng thời đã chứng kiến nhiều trường hợp chủ đầu tư hỗ trợ các dự án không truy đòi gặp khó khăn nhằm bảo vệ uy tín của mình. Nhà đầu tư trái phiếu không có những cơ sở đó. Đối với họ, câu hỏi cốt lõi là liệu dự án, chỉ dựa trên dòng tiền của chính nó, có đủ khả năng trả nợ hay không.

Sự khác biệt này cũng khiến việc lựa chọn công cụ huy động vốn trở thành một quyết định độc lập. Trái phiếu dự án không phải là con đường duy nhất để tiếp cận nguồn vốn dài hạn. Tại nhiều thị trường, các chủ đầu tư lựa chọn huy động vốn ở cấp doanh nghiệp cho từng danh mục tài sản, như cách các đơn vị vận hành sân bay đã thực hiện, nhằm duy trì quyền chủ động trong mở rộng đầu tư và chi trả cổ tức – những nội dung thường bị hạn chế bởi các điều khoản trong tài trợ dự án. Sự đánh đổi nằm giữa một bên là nguồn vốn dài hạn với chi phí thấp hơn nhưng đi kèm cơ chế khoanh vùng dòng tiền chặt chẽ, và bên còn lại là nguồn vốn có kỳ hạn ngắn hơn, chi phí cao hơn nhưng linh hoạt hơn. Lựa chọn này cần được xác định trước khi bắt đầu quá trình cấu trúc giao dịch.

Từ đó, trọng tâm chuyển sang cơ chế khoanh vùng dòng tiền và gói bảo đảm. Xếp hạng tín nhiệm dự án được thực hiện trên cơ sở các hợp đồng và tài liệu pháp lý, đòi hỏi các biện pháp bảo đảm đối với tài sản trọng yếu, quyền theo hợp đồng, dòng tiền và thứ tự ưu tiên thanh toán. Việt Nam có một đặc thù riêng khi quyền sử dụng đất không thể được thế chấp cho bên cho vay nước ngoài. Hai hướng xử lý đã được áp dụng tại các thị trường khác có thể được tham chiếu. Thứ nhất là cấu trúc trong đó trái phiếu là nguồn vốn bên ngoài duy nhất, qua đó không có chủ nợ nào khác có quyền đối với quyền sử dụng đất. Thứ hai là các cam kết không thể chấp, nhằm ngăn việc quyền sử dụng đất được dùng làm tài sản bảo đảm cho bất kỳ chủ nợ nào khác.

Mức độ tách biệt giữa dự án và công ty mẹ cũng đòi hỏi sự chặt chẽ tương tự. Nhà đầu tư cần được bảo đảm rằng việc công ty mẹ mất khả năng thanh toán sẽ không kéo dự án vào cùng một thủ tục phá sản, đồng thời các nghĩa vụ thuế của công ty mẹ sẽ không được ưu tiên thanh toán từ dòng tiền của dự án trước các trái chủ. Cả hai đều là vấn đề về ý kiến pháp lý hơn là vấn đề thương mại, và đều có thể được xử lý ngay từ giai đoạn cấu trúc giao dịch.

Đối với rủi ro đối tác, các hợp đồng mua bán điện dài hạn với mức giá cố định tại Việt Nam mang lại mức độ minh bạch đáng kể về dòng tiền của dự án. Tuy nhiên, mức độ minh bạch này chỉ thực sự có giá trị khi các khoản thanh toán được thực hiện đúng hạn, bởi việc chậm thanh toán sẽ biến một nguồn doanh thu có thể dự báo thành áp lực vốn lưu động đối với nghĩa vụ trả nợ. Bên cạnh đó, việc xác định phần công suất bị tiết giảm bởi một tổ chức độc lập, thay vì do bên mua điện tự đánh giá, tạo thêm một cơ chế kiểm soát giúp củng cố niềm tin của nhà đầu tư. Đây cũng là hướng tiếp cận mà một số thị trường đã áp dụng.

Điều khoản chấm dứt hợp đồng ít quan trọng hơn phần lớn chủ đầu tư giả định

Các điều khoản chấm dứt chiếm phần lớn nội dung thảo luận về khả năng huy động vốn tại Việt Nam. Tuy nhiên, vai trò của các điều khoản này nên được nhìn nhận ở mức độ thận trọng hơn so với sự quan tâm hiện nay. Điều khoản chấm dứt chỉ

phát huy hiệu lực sau khi sự kiện vỡ nợ đã xảy ra và quyết định mức độ thu hồi của các bên cho vay, chứ không quyết định liệu dự án có rơi vào tình trạng vỡ nợ hay không. Bảo hiểm rủi ro chính trị và bảo lãnh của các tổ chức tín dụng xuất khẩu cũng vận hành theo cùng một nguyên lý: sự kiện vỡ nợ xảy ra, thời hạn thông báo kết thúc và sau đó khoản bồi thường mới được thực hiện. Trong khi đó, xếp hạng tín nhiệm đo lường xác suất xảy ra vỡ nợ ngay từ đầu, nên các cơ chế bảo vệ này thường không làm thay đổi đáng kể kết quả xếp hạng.

Ngược lại, những cơ chế giúp ngăn ngừa vỡ nợ có trọng số lớn hơn đối với khả năng huy động vốn. Cơ chế khoanh vùng dòng tiền, quy trình thanh toán rõ ràng và lịch trả nợ gốc được thiết kế linh hoạt theo dòng tiền thực tế của dự án đều góp phần giảm xác suất chậm trả. Hợp đồng hoán đổi tiền tệ là một trường hợp khác biệt, bởi công cụ này đưa vào giao dịch một đối tác có năng lực tín dụng cao hơn, thay vì chỉ bù đắp tổn thất sau khi sự kiện vỡ nợ đã xảy ra.

Trong các ví dụ được thảo luận, kinh nghiệm của Ấn Độ là trường hợp có giá trị tham chiếu rõ nét nhất. Khoảng một thập kỷ trước, phần lớn nguồn vốn tài trợ hạ tầng tại Ấn Độ chỉ có kỳ hạn từ 5–10 năm. Đến nay, các dự án năng lượng tái tạo đã đi vào vận hành có thể phát hành trái phiếu với kỳ hạn lên tới 25 năm, qua đó loại bỏ rủi ro tái tài trợ trong suốt vòng đời của tài sản. Yếu tố tạo ra chuyển biến này không phải là việc nâng hạng tín nhiệm quốc gia, mà là tính ổn định của khung hợp đồng. Các mức giá đã được thỏa thuận từ nhiều năm trước, dù cao hơn mặt bằng giá hiện tại, vẫn tiếp tục được thực hiện theo đúng cam kết. Chính sự nhất quán đó cho phép nhà đầu tư định giá được những rủi ro mà họ nhìn thấy.

Các công ty phân phối điện tại Ấn Độ vẫn thường xuyên chậm thanh toán và tình trạng này vẫn tồn tại đến nay. Tuy nhiên, đây là một rủi ro đã hiện hữu trước khi nhà đầu tư cam kết vốn và vì vậy có thể được phản ánh vào định giá. Điều mà nhà đầu tư không thể định giá là việc các điều kiện của hợp đồng thay đổi sau khi vốn đã được cam kết. Việc điều chỉnh giá bán theo hướng hồi tố là ví dụ điển hình. Chi phí của những thay đổi như vậy không chỉ giới hạn trong lĩnh vực nơi chúng phát sinh, mà còn lan sang toàn bộ các lĩnh vực có doanh thu chịu điều tiết, khi nhà đầu tư bắt đầu áp dụng cùng một mức phần bù rủi ro đối với tất cả các dòng tiền phụ thuộc vào quyết định của cơ quan quản lý.

Áp dụng vào bối cảnh Việt Nam

Hợp đồng có thể đảm nhiệm những nội dung mà luật không quy định trực tiếp

Ba thập kỷ phát triển hạ tầng năng lượng tại Việt Nam cho thấy khả năng huy động là điều có thể tạo lập được. Luật sư tham gia sự kiện nêu ba thế hệ dự án đã đóng tài chính theo mô hình tài trợ dự án: các nhà máy điện khí giai đoạn 1995–2001, các nhà máy nhiệt điện than sử dụng nhiên liệu trong nước giai đoạn 2010–2011, và nhóm dự án nhiệt điện than nhập khẩu đóng tài chính đến năm 2021. Ở cả ba thế hệ, các bên cho vay quốc tế tham gia trên cơ sở một bộ hợp đồng phân bổ rủi ro rõ ràng và được cấp có thẩm quyền phê duyệt.

Trên cơ sở thực tiễn đó, trở ngại hiện nay nằm ở cấu trúc hợp đồng và quy trình phê duyệt, chứ không phải ở khoảng trống của khung pháp lý. Phần lớn các điều kiện mà bên cho vay yêu cầu đều đã từng được đàm phán và phê duyệt, kể cả trong những giai đoạn pháp luật về PPP chưa quy định trực tiếp. Điểm đã thay đổi là cách tiếp cận của các đối tác trong nước. Sau những vướng mắc phát sinh ở nhóm dự án năng lượng tái tạo, vốn không được cấu trúc theo mô hình tài trợ dự án, mức độ thận trọng tăng lên và nhiều nội dung chỉ được xem xét khi pháp luật quy định minh thị. Hệ quả là quá trình đàm phán bị kéo dài, trong khi phần lớn công cụ cần thiết để xử lý đã nằm trong thẩm quyền hiện có của Chính phủ.

Yếu tố còn thiếu: các nội dung cải cách về khả năng huy động

Hình 5: Nhóm điều kiện quyết định khả năng huy động của dự án hạ tầng năng lượng

Nhóm điều kiện	Nội dung then chốt
Nhóm rủi ro thương mại của dự án	Chắc chắn về doanh thu: thanh toán công suất, huy động tối thiểu, thanh toán theo khả dụng Rủi ro nhiên liệu: cơ chế chuyển ngang giá, bao tiêu nhiên liệu Rủi ro bao tiêu: cấu trúc của EVN/PPA

Nhóm điều kiện	Nội dung then chốt
Nhóm rủi ro môi trường vĩ mô và pháp lý	Rủi ro tỷ giá: khả năng chuyển đổi ngoại tệ, quyền chuyển tiền, phòng ngừa rủi ro Rủi ro chính trị: cam kết hỗ trợ của Chính phủ, bảo vệ trước thay đổi pháp luật
Nhóm bảo vệ bên cho vay	Quyền tiếp quản dự án; gói bảo đảm; cơ chế giải quyết tranh chấp quốc tế

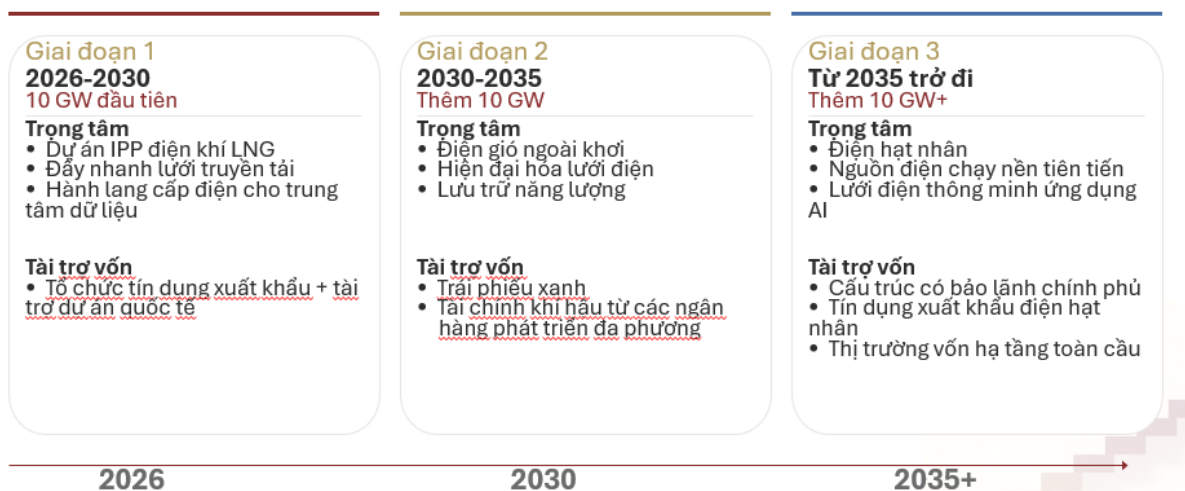
Nguồn: Tài liệu trình bày tại diễn đàn; FiinRatings tổng hợp.

Nhóm điều kiện đầu tiên liên quan đến khả năng dự báo dòng tiền của dự án. Cơ chế thanh toán công suất, kết hợp với huy động tối thiểu và thanh toán theo khả dụng, là cơ sở để bên cho vay xác định quy mô nghĩa vụ trả nợ. Cơ chế này đã được ghi nhận trong Luật Điện lực sửa đổi đối với nhóm dự án sử dụng khí trong nước và dự kiến mở rộng cho điện khí LNG nhập khẩu. Việc khẳng định nguyên tắc ở cấp độ pháp luật là cần thiết, song nội dung chi tiết vẫn phải được cụ thể hóa trong hợp đồng mua bán điện thông qua đàm phán.

Rủi ro nhiên liệu là nhóm khó nhất đối với điện khí LNG nhập khẩu, do giá đầu vào nằm ngoài khả năng kiểm soát của cả nhà đầu tư và bên mua điện. Cơ chế chuyển ngang giá nhiên liệu chỉ khả thi trong giới hạn khả năng chi trả của hệ thống điện; khi giá vượt ngưỡng đó, việc phân bổ phần chênh lệch trở thành vấn đề thương mại cần được thỏa thuận trước. Các dự án nhiệt điện than nhập khẩu trong giai đoạn giá nhiên liệu tăng mạnh cho thấy một hướng xử lý khả thi, là thiết lập ngưỡng chia sẻ chi phí giữa bên mua điện và nhà đầu tư. Trách nhiệm ổn định giá nhiên liệu trong suốt vòng đời hợp đồng PPA, thường là 25 năm, thuộc về nhà đầu tư, và điều này đòi hỏi năng lực thu xếp nguồn cung cùng công cụ phòng ngừa rủi ro mà không phải chủ đầu tư nào cũng chứng minh được.

Rủi ro bao tiêu phụ thuộc vào cấu trúc PPA và năng lực thực hiện nghĩa vụ của bên mua điện. Trong điều kiện hiện nay, vấn đề trọng tâm không phải rủi ro tín dụng của EVN mà là việc xác định nhu cầu công suất nền của hệ thống. Nhu cầu bổ sung 20–30 GW công suất nền trong 5–10 năm tới, tương ứng quy mô vốn khoảng 100–120 tỷ USD, cho thấy khối lượng cam kết bao tiêu sẽ trực tiếp quyết định mức vốn quốc tế có thể huy động và mức độ tham gia của các ngân hàng trong nước. Đây cũng là điều kiện để mở rộng năng lượng tái tạo, khi các phương án thay thế như điện hạt nhân còn ở tầm dài hạn, còn pin lưu trữ và thủy điện tích năng chưa đạt quy mô để đảm nhiệm vai trò nguồn nền.

Hình 6: Mô hình triển khai cấp quốc gia được khuyến nghị



Nguồn: Tài liệu trình bày tại diễn đàn; FiinRatings tổng hợp.

Trong nhóm thứ hai, rủi ro tỷ giá là điều kiện có tính quyết định đối với bên cho vay nước ngoài, bao gồm khả năng chuyển đổi ngoại tệ, quyền chuyển tiền ra nước ngoài và khả năng tiếp cận công cụ phòng ngừa rủi ro. Các nội dung này thuộc phạm vi điều hành của Ngân hàng Nhà nước và không đòi hỏi văn bản luật mới; việc chỉ số hóa doanh thu theo đô la Mỹ cũng đã có tiền lệ trong các cơ chế giá ưu đãi trước đây. Quan trọng hơn, việc xử lý rủi ro tỷ giá đòi hỏi hệ thống ngân hàng

trong nước tham gia chủ động với vai trò cung cấp sản phẩm phòng ngừa rủi ro, thay vì để rủi ro dồn về phía nhà đầu tư và được phản ánh vào chi phí vốn.

Về rủi ro chính trị, cam kết hỗ trợ của Chính phủ và bảo vệ trước thay đổi pháp luật đều là nội dung có thể đàm phán và đã có tiền lệ phê duyệt. Luật sư xem đây là vấn đề định hướng chính sách hơn là vấn đề lập pháp: một nghị quyết của Chính phủ là đủ để tạo cơ sở xử lý, đặc biệt khi theo quy định pháp luật hiện hành, nghị quyết của Chính phủ được áp dụng với hiệu lực như văn bản quy phạm pháp luật. Hướng đi này nhanh hơn đáng kể so với việc chờ sửa đổi các luật liên quan.

Nhóm điều kiện cuối cùng là khung bảo vệ bên cho vay, gồm quyền tiếp quản dự án, gói bảo đảm và cơ chế giải quyết tranh chấp. Khác biệt về cấu trúc pháp lý giữa hai mô hình đầu tư có ý nghĩa ở đây. Dự án BOT có hợp đồng ký với cơ quan nhà nước có thẩm quyền, tạo thành khung bao trùm để xử lý đồng bộ các nội dung này; trong khi dự án điện độc lập (IPP) chỉ có PPA ký với EVN, vốn không phải cơ quan nhà nước, nên các nội dung bảo vệ tương đương phải được thiết lập qua các thỏa thuận bổ trợ. Về mặt kỹ thuật, toàn bộ các nội dung này đều có thể được xử lý trong bộ hợp đồng trên cơ sở tiền lệ đã có, bao gồm cơ chế giải quyết tranh chấp bằng trọng tài trong nước hoặc quốc tế.

Những nội dung chúng tôi theo dõi

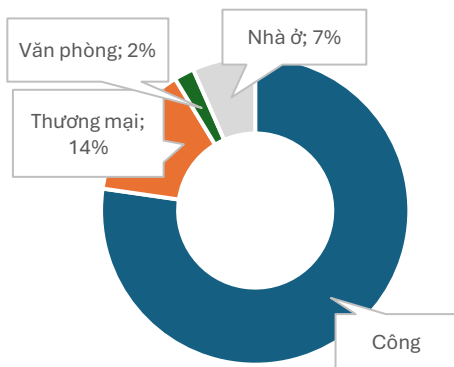
Cơ cấu nguồn vốn: Chúng tôi xem mức trái phiếu vượt 10% tổng tài sản của nhóm doanh nghiệp này là dấu hiệu kênh vốn thứ hai đã mở lại. Nếu tỷ trọng vẫn ở mức 7–8% đến hết năm 2027, danh mục dự án sẽ tiếp tục chuyển thành các đợt tăng vốn chủ và dư nợ ngân hàng tập trung, thay vì thành nguồn cung trên thị trường vốn.

Khung trái phiếu PPP: Dự thảo quy định sẽ miễn cho các đơn vị phát hành hạ tầng một số điều kiện đang hạn chế phát hành ra công chúng. Việc nới điều kiện phát hành là cần thiết nhưng bản thân điều này không tạo ra nguồn cung. Chúng tôi sẽ đánh giá văn bản cuối cùng theo tiêu chí liệu có xử lý cơ chế thanh toán, việc hoàn thiện biện pháp bảo đảm và khả năng thực thi, bởi đây là những nội dung hình thành quan điểm của nhà đầu tư trái phiếu.

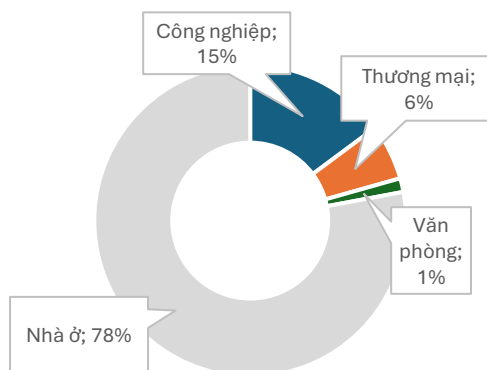
Định giá tham chiếu: Cho đến khi có đường cong tham chiếu phân biệt theo kỳ hạn và chất lượng tín dụng, trái phiếu hạ tầng dài hạn sẽ tiếp tục được định giá theo lãi suất tiền gửi ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng các đợt phát hành hạ tầng đầu tiên có kỳ hạn trên bảy năm sẽ cần hoặc một bảo lãnh, hoặc một mức coupon cố định được đàm phán ngoài thông lệ hiện hành.

Nhóm có khả năng đi trước: Điện mặt trời mái nhà bán cho khách hàng trong khu công nghiệp và các tài sản gắn với hệ thống truyền tải có sự kết hợp thuận lợi nhất giữa doanh thu theo hợp đồng, đối tác đủ năng lực tín dụng và quy mô vừa phải. Chúng tôi cho rằng các trái phiếu hạ tầng bằng nội tệ đầu tiên có kỳ hạn trên bảy năm sẽ đến từ nhóm này thay vì từ các dự án đầu tư mới quy mô lớn.

Hình 7: Cơ cấu khách hàng điện mặt trời mái nhà theo công suất lắp đặt (MWp) đến cuối năm 2025



Hình 8: Cơ cấu khách hàng điện mặt trời mái nhà theo số lượng hệ thống lắp đặt, đến cuối năm 2025



Nguồn: FiinRatings tổng hợp từ báo cáo thường niên của EVN và công bố của các Tổng công ty Điện lực ("PC"). () Ghi chú: một hệ thống lắp đặt được định nghĩa là một hệ thống điện mặt trời mái nhà có công tơ riêng và hợp đồng đấu nối riêng với EVN.*

Xếp hạng tín nhiệm quốc gia: Việt Nam hiện ở mức thấp hơn ngưỡng đầu tư một bậc theo đánh giá của hai tổ chức xếp hạng quốc tế. Việc được nâng hạng có ý nghĩa với tài trợ dự án ít hơn so với kỳ vọng của phần lớn chủ đầu tư, bởi trái phiếu dự án được mua bởi các nhà đầu tư định giá dòng tiền được khoanh vùng và các cơ chế bảo vệ cấu trúc quanh dòng tiền đó, và nhiều dự án trong số này đã được chấp nhận tín dụng dưới ngưỡng đầu tư. Trái phiếu chính quyền địa phương và trái phiếu bán chính phủ là trường hợp khác. Các trái phiếu này trên thực tế bị giới hạn bởi mức xếp hạng quốc gia và được mua bởi các công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí có tiêu chí sàng lọc theo xếp hạng, và đây chính là nơi việc nâng hạng sẽ mở ra nhu cầu thực sự.

Nghiên cứu liên quan

1. Nhận định thị trường

- [\[31/07/2026\] Các dấu hiệu cảnh báo sớm rủi ro mất khả năng thanh toán của các ngân hàng Việt Nam: Từ góc nhìn Xếp hạng tín nhiệm](#)
- [\[28/01/2026\] Triển Vọng Kinh Tế Việt Nam 2026: Định Vị Nguồn Vốn Cho Mục Tiêu Tăng Trưởng Cao 2026 - 2030](#)

2. Báo cáo Tâm điểm ngành

- [\[16/07/2026\] Báo cáo Tâm điểm Ngành Chứng khoán Việt Nam: Tăng trưởng dẫn dắt bởi tín dụng và khả năng ổn định nguồn vốn trong năm 2026](#)
- [\[17/04/2026\] Báo cáo Tâm điểm Ngành Ngân hàng Việt Nam năm 2026: Năng lực vốn và Thanh khoản sẽ định hình Triển vọng ngành](#)
- [\[03/10/2025\] Báo cáo Tâm điểm Ngành Ngân hàng Việt Nam nửa đầu năm 2025: Từ Tăng trưởng đến Cải thiện Khả năng chống chịu – Năng lực vốn định hình triển vọng Ngân hàng Việt Nam](#)

3. Nhận định từ Diễn đàn Thị trường Trái phiếu Doanh nghiệp Việt Nam 2026 [Ngày 02/04/2026]

- [Nhận định 01: 05 thông điệp chính từ Diễn đàn Thị trường Trái phiếu Doanh nghiệp Việt Nam 2026](#)
- [Nhận định 02: Thị trường Trái phiếu Doanh nghiệp Việt Nam: Tiến triển và thách thức](#)
- [Nhận định 03: Phát triển chiều sâu thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam: Góc nhìn từ kinh nghiệm quốc tế](#)
- [Nhận định 04: Mở rộng cơ sở nhà đầu tư cho Thị trường vốn – Định hướng chính sách và Kinh nghiệm quốc tế về mô hình Quỹ đầu tư tín thác cho Ngành Hạ tầng của Việt Nam](#)
- [Nhận định 05: Triển vọng Tăng trưởng của Việt Nam và Nhu cầu vốn cho mục tiêu tăng trưởng cao](#)
- [Nhận định 06: Trái phiếu Xanh – Chi phí, Lợi ích và Vai trò đối với tương lai phát triển của Việt Nam](#)
- [Nhận định 07: Phát triển Đường cong Lợi suất Trái phiếu và Hạ tầng Định giá – Động lực thúc đẩy Thị trường Trái Phiếu](#)
- [Nhận định 08: Phát triển Thị trường Trái phiếu Doanh nghiệp Việt Nam theo chiều sâu – Góc nhìn từ những nhà tạo lập thị trường](#)

4. Báo cáo Tâm điểm Trái phiếu

- [\[08/05/2026\] Tâm điểm Thị trường Trái phiếu Doanh nghiệp Quý I/2026: Hoạt động phát hành chịu áp lực từ môi trường lãi suất cao](#)
- [\[25/09/2025\] Tâm điểm Trái phiếu tháng 8/2025: Phát hành Trái phiếu Bất động sản sôi động trở lại](#)
- [\[18/08/2025\] Tâm điểm Trái phiếu tháng 7/2025: Khối lượng phát hành chững lại sau tháng 6 sôi động](#)

Nếu Quý vị cần thêm thông tin hoặc muốn trao đổi trực tiếp với chuyên viên phân tích của chúng tôi, vui lòng liên hệ:

- Email: support@fiinratings.vn
- Điện thoại: (84-24) 3562 6962

Bản quyền và Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm của FiinRatings

Tài liệu này được Công ty Cổ phần FiinRatings chuẩn bị chỉ nhằm mục đích tham khảo. Đây không phải báo cáo xếp hạng tín nhiệm và không cấu thành khuyến nghị mua, bán hoặc nắm giữ bất kỳ chứng khoán nào, cũng không khuyến nghị thực hiện bất kỳ giao dịch cụ thể nào. Các thông tin trong báo cáo này, bao gồm dữ liệu, số liệu, bảng biểu, phân tích và nhận định của FiinRatings, được cung cấp chỉ để Quý vị tham khảo. FiinRatings không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng các thông tin này. FiinRatings giữ toàn bộ bản quyền đối với báo cáo này và nội dung của báo cáo. Báo cáo được bảo hộ theo pháp luật về quyền tác giả của Việt Nam và các công ước, hiệp ước quốc tế về quyền tác giả mà Việt Nam là thành viên.