

Thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn hậu Covid-19: Thực trạng và một số khuyến nghị

Vũ Mai Chi, Nguyễn Hà My

Học viện Ngân hàng, Việt Nam

Ngày nhận: 19/12/2024

Ngày nhận bản sửa: 09/05/2025

Ngày duyệt đăng: 15/05/2024

Tóm tắt: *Thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn hậu Covid-19 đối mặt với nhiều thách thức, trong đó nổi bật là sự bất ổn dòng vốn, thay đổi tâm lý nhà đầu tư, và gia tăng áp lực điều tiết thị trường. Nghiên cứu này tập trung phân tích thực trạng thị trường giai đoạn 2022- 2024, dựa trên dữ liệu thứ cấp từ các cơ quan quản lý, tổ chức tài chính và sàn giao dịch. Thông qua cách tiếp cận phân tích- tổng hợp, bài viết chỉ ra ba đặc điểm nổi bật: (1) sự phục hồi quy mô và thanh khoản thị trường, (2) sự gia tăng bất cân xứng thông tin do hạn chế trong công bố thông tin của doanh nghiệp niêm yết, và (3) chính sách điều hành vẫn thiếu tính đồng bộ về thời điểm và công cụ. Kết quả nghiên cứu cung cấp góc nhìn sâu hơn về động lực vận hành của thị trường chứng khoán*

Vietnam Stock Market after the COVID-19 pandemic: Current situation and some recommendations

Abstract: Vietnam's stock market in the post-Covid-19 period has encountered a range of complex challenges, most notably capital flow volatility, shifting investor sentiment, and increasing pressure in managing market. This study focuses on analyzing the market's current conditions from 2022 to 2024, using secondary data collected from regulatory authorities, financial institutions, and stock exchanges. Through an analytical and synthetic approach, the paper The study identifies three features of Vietnam's post-pandemic stock market: (1) a notable recovery in market scale and liquidity, (2) a rise in information asymmetry stemming from inadequate disclosure practices among listed firms, and (3) a lack of coordination in policy implementation, both in terms of timing and policy instruments. The findings provide deeper insight into the market's operational dynamics in the aftermath of the pandemic and suggest practical policy directions aimed at enhancing transparency, broadening the range of financial products, and attracting sustainable capital flows. Accordingly, the study offers targeted recommendations for policymakers to improve disclosure practices, strengthen market supervision, and promote foreign investment- contributing to the long-term sustainable development of Vietnam's stock market.

Keywords: Stock market, Growth prospects, Post-Covid-19, Vietnam

Doi: 10.59276/JELB/2025.05.2850

Vu, Mai Chi¹, Nguyen, Ha My²

Email: chivm@hvn.edu.vn¹, mynh3121@gmail.com²

Organization of all: Banking Academy of Vietnam

trong bối cảnh hậu đại dịch và đề xuất các khuyến nghị thiết thực nâng cao tính minh bạch, đa dạng hóa sản phẩm và thu hút dòng vốn bền vững. Từ đó, bài viết đưa ra khuyến nghị tới các cơ quan quản lý về việc nâng cao tính minh bạch, tăng cường giám sát, thúc đẩy vốn đầu tư nước ngoài, góp phần hướng đến mục tiêu phát triển bền vững thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn tới.

Từ khóa: Thị trường chứng khoán, Triển vọng tăng trưởng, Hậu Covid, Việt Nam

1. Giới thiệu chung

Thị trường chứng khoán (TTCK) đóng vai trò thiết yếu trong nền kinh tế của một quốc gia, không chỉ là kênh huy động vốn quan trọng mà còn là chỉ số phản ánh tình trạng tài chính tổng thể, tạo ra một môi trường đầu tư đa dạng và phong phú, từ đó ảnh hưởng tích cực đến sự tăng trưởng kinh tế quốc gia (Deb & Mukherjee, 2008). Trong giai đoạn kinh tế mở rộng, sự gia tăng lợi nhuận của doanh nghiệp dẫn đến sự tăng trưởng của TTCK, ngược lại, trong thời kỳ suy thoái, sự giảm sút của TTCK là dấu hiệu rõ ràng của sự suy yếu kinh tế (Ah Mand và cộng sự, 2023). Ở Việt Nam, TTCK có vị trí quan trọng trong hệ thống tài chính quốc gia, tương tự như các trung tâm tài chính lớn khác như Singapore và Malaysia. Với sự hiện diện của hai sàn giao dịch chứng khoán chính là Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE, Ho Chi Minh Stock Exchange) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX, Hanoi Stock Exchange), TTCK Việt Nam đã và đang đóng góp không nhỏ vào sự phát triển kinh tế, đặc biệt trong việc huy động vốn trung và dài hạn cho các doanh nghiệp và Chính phủ. Giai đoạn 2022 đến nay, sự biến động đáng kể trong nền kinh tế toàn cầu và nội địa, như xung đột quốc tế, sự điều chỉnh chính sách tiền tệ, thay đổi trong lãi suất, tỷ giá, và lạm phát, đã tác động mạnh mẽ đến TTCK Việt Nam. Sự biến động này làm

nổi bật tầm quan trọng của việc nghiên cứu và phân tích TTCK trong bối cảnh hiện tại để hiểu rõ các yếu tố ảnh hưởng và đề xuất giải pháp phát triển bền vững.

Mặc dù đã có nhiều nghiên cứu liên quan đến lĩnh vực này như Trịnh Thị Phan Lan (2021) đã chỉ ra rằng, thị trường chứng khoán Việt Nam chịu tác động tiêu cực từ đại dịch nhưng vẫn ghi nhận sự gia tăng đáng kể về cơ hội đầu tư, thể hiện qua mức tăng trưởng ổn định của chỉ số thị trường và sự gia nhập ngày càng nhiều của các NĐT cá nhân. Đồng quan điểm, Nguyễn Việt Hùng (2022) cùng Trần Linh Huân và cộng sự (2021) đã nhấn mạnh vai trò quan trọng của các chính sách hỗ trợ từ Nhà nước trong việc duy trì sự ổn định của TTCK. Cụ thể, hàng loạt biện pháp điều tiết và can thiệp kịp thời từ cơ quan quản lý đã góp phần củng cố niềm tin của nhà đầu tư (NĐT), giảm thiểu tác động tiêu cực của đại dịch và tạo điều kiện cho thị trường tiếp tục phát triển.

Bài viết sử dụng phương pháp nghiên cứu thực nghiệm, dựa trên dữ liệu thống kê và báo cáo của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN), Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam (VBMA- Vietnam Bond Market Association), Ngân hàng TNHH một thành viên HSBC (Việt Nam). Trên cơ sở phân tích các chỉ tiêu quy mô, tốc độ tăng trưởng, cơ cấu TTCK Việt Nam, bài viết cung cấp góc nhìn toàn diện về thực trạng TTCK Việt Nam giai đoạn 2022 đến

nay, từ đó đưa ra các khuyến nghị phù hợp để phát triển bền vững thị trường trong dài hạn. Bài viết được chia thành các phần chính sau: Mục 2 sẽ phân tích thực trạng TTCK tại Việt Nam, tập trung vào quy mô, tăng trưởng và cơ cấu thị trường; Mục 3 đánh giá các thành công và hạn chế, đưa ra nguyên nhân và kết luận ở Mục 4 với một số khuyến nghị.

2. Thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn hậu Covid -19

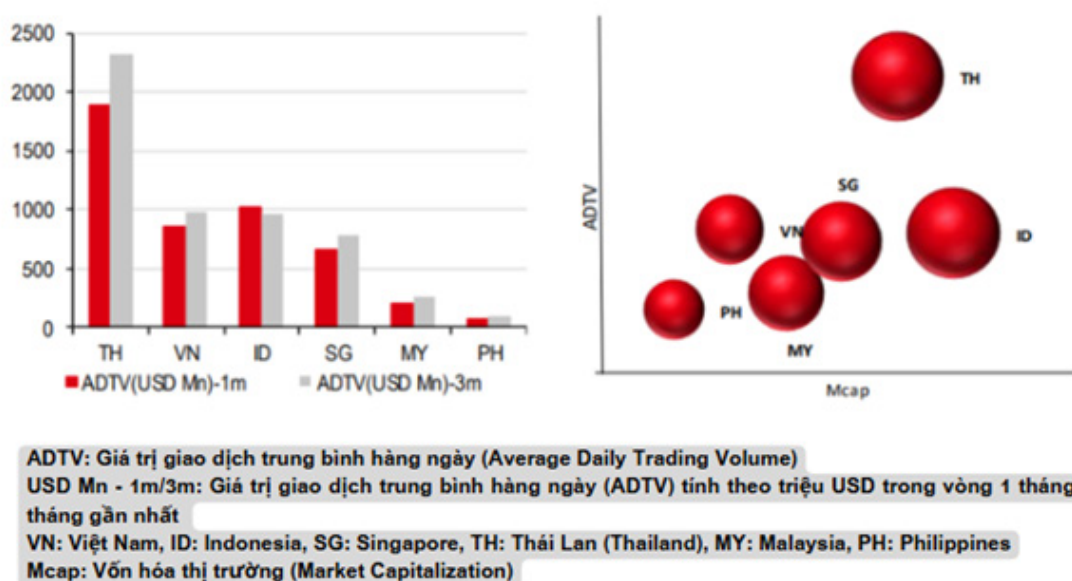
2.1. Quy mô, tăng trưởng thị trường

Sau đại dịch Covid-19, các nền kinh tế phải đối mặt với hàng loạt thách thức mang tính hệ thống, trong đó nổi bật là sự đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu, tình trạng giá cả leo thang và động lực tăng trưởng xuất khẩu suy giảm. Bên cạnh đó, xung đột địa chính trị tại Ukraine và chính sách “Zero-COVID” kéo dài của Trung Quốc đã làm gia tăng bất định trên phạm vi toàn cầu, từ đó gây áp lực lớn lên các thị trường tài chính, bao gồm cả TTCK. Trước bối cảnh đó, Việt Nam đã triển khai đồng bộ các chính sách tài khóa và tiền tệ trong năm 2022 nhằm phục hồi nền kinh tế và hỗ trợ ổn định thị trường tài chính. Về tài khóa, điểm nhấn quan trọng là Nghị quyết số 43/2022/QH15, được Quốc hội ban hành vào đầu năm 2022, với chương trình phục hồi kinh tế quy mô gần 350 nghìn tỷ đồng bằng việc giảm thuế VAT từ 10% xuống 8% và hỗ trợ lãi suất 2%/năm thông qua hệ thống ngân hàng cho các doanh nghiệp và hộ kinh doanh bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh, giảm chi phí sản xuất, cải thiện dòng tiền và hỗ trợ phục hồi kinh tế tư nhân. Đồng thời, Ngân hàng Nhà nước đã 02 lần điều chỉnh tăng lãi suất điều hành vào tháng 9 và 10/2022 với tổng mức tăng 2%, giúp kiểm soát lạm phát năm ở mức 3,15 %, và

duy trì ổn định tỷ giá trong bối cảnh quốc tế biến động.

Nhờ những chính sách điều hành linh hoạt và hiệu quả trên, TTCK Việt Nam vẫn duy trì được sự ổn định tương đối trong bối cảnh đầy biến động và nhiều áp lực từ kinh tế vĩ mô của năm 2022. Tuy nhiên, lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (Earnings Per Share- EPS) của thị trường Việt Nam đã ghi nhận giảm so với năm 2021, phản ánh những khó khăn mà doanh nghiệp phải đối mặt như chi phí tài chính gia tăng, sức cầu yếu và ảnh hưởng từ các biến động toàn cầu. Mặc dù vậy, quy mô giao dịch của TTCK Việt Nam vẫn cho thấy sức hút mạnh mẽ với NĐT. Trong năm 2022, giá trị giao dịch bình quân đạt khoảng 30.845 tỷ đồng mỗi phiên, tăng 15,9% so với năm trước. Đặc biệt, Việt Nam duy trì giá trị giao dịch trung bình hàng ngày (ADTV) ở mức cao, chỉ sau Thái Lan, dù vốn hóa thị trường thấp hơn Indonesia và Singapore. Điều này cho thấy mức thanh khoản cao so với quy mô thị trường, phản ánh dòng tiền đầu tư tích cực và mức độ sôi động của TTCK Việt Nam. Biểu đồ bong bóng cũng có nhận định này khi vị trí của Việt Nam nằm lệch lên trên trục ADTV, với kích thước bong bóng nhỏ hơn. Kết quả hàm ý dư địa tăng trưởng còn lớn khi thanh khoản đang vượt trước vốn hóa.

Mặc dù chịu ảnh hưởng từ căng thẳng địa chính trị và các chính sách chống dịch gắt gao từ các đối tác thương mại lớn, TTCK Việt Nam vẫn thu hút được dòng vốn đầu tư nước ngoài. Trong năm 2022, tổng giá trị mua ròng của NĐT ngoại đạt 29.800 tỷ đồng, góp phần ổn định tâm lý thị trường. Tính đến cuối năm 2022, vốn hóa TTCK Việt Nam đạt khoảng 5.227 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 61,6% GDP năm 2021 và 55% GDP năm 2022 (Tạ Thanh Bình, 2023). Tổng cộng có 768 cổ phiếu và chứng chỉ quỹ được niêm yết, cùng với 883



Nguồn: HSBC (2022)

Hình 1. Giá trị giao dịch trung bình hàng ngày và vốn hóa thị trường chứng khoán tại một số quốc gia Đông Nam Á năm 2022

cổ phiếu đăng ký giao dịch trên hệ thống thị trường, phản ánh sự mở rộng nhanh chóng của thị trường vốn trong nước cả về số lượng doanh nghiệp niêm yết lẫn giá trị giao dịch.

Bên cạnh những tín hiệu tích cực, TTCK Việt Nam vẫn chịu nhiều áp lực từ các yếu tố rủi ro cả trong và ngoài nước. Theo Bộ Tài chính (2022a, 2022b), những vụ việc gây chấn động như trường hợp ông Trịnh Văn Quyết với giao dịch ngầm gần 75 triệu cổ phiếu không thông báo, hay vụ ông Đỗ Anh Dũng chiếm đoạt hơn 8.600 tỷ đồng qua việc phát hành trái phiếu trái quy định, đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến tính minh bạch và niềm tin vào thị trường. Do đó, việc tăng cường kỷ luật thị trường và xử lý nghiêm các sai phạm là yêu cầu cấp thiết nhằm đảm bảo sự ổn định và phát triển bền vững của TTCK trong dài hạn.

Bước sang năm 2023, TTCK Việt Nam, đặc biệt là thị trường cổ phiếu, tiếp tục ghi nhận những diễn biến tích cực bất

chấp những biến động toàn cầu. Với mức tăng trưởng GDP 5,05% đã góp phần tạo nền tảng cho sự phát triển quy mô của TTCK với tổng vốn hóa đạt trên 240 tỷ USD, chiếm 56,4% GDP. Nổi bật trên sàn giao dịch TP. Hồ Chí Minh (HOSE) là các doanh nghiệp có vốn hóa cao như Vietcombank (448.804 tỷ đồng), BIDV (247.399 tỷ đồng), Vinhomes (188.108 tỷ đồng), PV Gas (173.404 tỷ đồng) và Vingroup (170.101 tỷ đồng). Song song với nền tảng tăng trưởng GDP tích cực, TTCK Việt Nam ghi nhận sự chuyển biến tích cực rõ nét từ đầu tháng 5 đến giữa quý III/2023, khi dòng thông tin về việc Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (FED) tạm dừng chu kỳ nâng lãi suất kết hợp với bốn đợt cắt giảm lãi suất điều hành liên tiếp của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã tạo lực đẩy cho tâm lý NĐT. Những tín hiệu chính sách thuận lợi này đã góp phần cải thiện dòng tiền và nâng cao kỳ vọng hồi phục thị trường tài chính trong nước. Kết

quả là chỉ số VN-Index đạt mức cao nhất trong năm tại 1.245,5 điểm vào ngày 6 tháng 9 năm 2023, phản ánh niềm tin được củng cố trở lại sau giai đoạn biến động kéo dài.

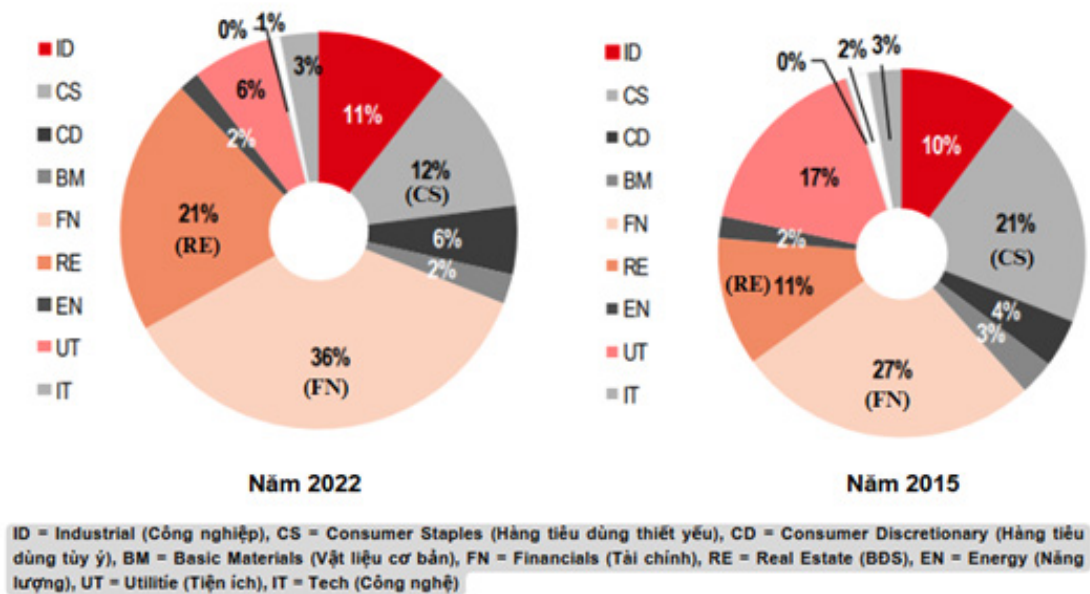
Trong năm 2024, Chính phủ và cơ quan quản lý thị trường đã ban hành nhiều chính sách quan trọng hướng tới cải cách hạ tầng thể chế và thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Đáng chú ý là Thông tư 68/2024/TT-BTC ngày 18/09/2024 về sửa đổi, bổ sung một số điều của các Thông tư quy định về giao dịch chứng khoán trên hệ thống giao dịch chứng khoán; bù trừ và thanh toán giao dịch chứng khoán; hoạt động của công ty chứng khoán và công bố thông tin trên thị trường chứng khoán. Thông tư 68 cho phép NĐT tổ chức nước ngoài đặt lệnh giao dịch chứng khoán mà không cần ký quỹ trước, đồng thời siết chặt nghĩa vụ công bố thông tin. Đây là bước đi quan trọng nhằm đáp ứng tiêu chí nâng hạng của FTSE Russell và MSCI, tạo điều kiện thu hút dòng vốn quốc tế vào thị trường Việt Nam. Cải cách trên đã tạo hiệu ứng tích cực lên quy mô

và tăng trưởng thị trường thể hiện trong các chỉ số kinh tế và tài chính. Tính đến cuối năm 2024, tổng vốn hóa cổ phiếu trên ba sàn giao dịch chính (HOSE, HNX và UPCoM) đạt khoảng 7.085 nghìn tỷ đồng, tăng 19,3% so với thời điểm cuối năm 2023 và tương đương 69,3% GDP ước tính. Chỉ số VN-Index tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực, chạm mốc 1.263,79 điểm vào ngày 16/12/2024- tương ứng với mức tăng 11,8% so với cuối năm trước. Mặc dù chỉ số HNX- Index ghi nhận mức giảm nhẹ 1,7%, nhưng số lượng tài khoản chứng khoán trên toàn quốc đã vượt mốc 9,15 triệu, thể hiện sự mở rộng đáng kể về quy mô thị trường và mức độ tham gia của NĐT cá nhân.

2.2. Cơ cấu thị trường chứng khoán

Thị trường cổ phiếu

Việc ban hành các chính sách thúc đẩy nêu trên của Chính phủ đã giúp thị trường cổ phiếu phục hồi, gia tăng niềm tin của NĐT. Theo đó số lượng NĐT cá nhân trong



Nguồn: HSBC (2022)

Hình 2. Sự thay đổi về tỷ trọng đầu tư theo lĩnh vực năm 2015 và 2022

nước đã gia tăng mạnh với gần 6,8 triệu tài khoản giao dịch vào cuối năm 2022, gấp đôi so với năm 2018 và chiếm 87% tổng giao dịch. Tuy nhiên, cơ cấu thị trường cổ phiếu cũng có sự thay đổi đáng chú ý. Hình 2 cho thấy, nếu như vào năm 2015, các ngành tiêu dùng (gồm Hàng tiêu dùng thiết yếu- CS: 21% và Hàng tiêu dùng tùy ý- CD: 4%) giữ vai trò dẫn dắt thị trường, thì đến năm 2022, tỷ trọng của nhóm này đã giảm đáng kể, chỉ còn lần lượt là CS: 12% và CD: 6%. Ngược lại, nhóm ngành tài chính (FN) và bất động sản (RE) đã có sự bứt phá rõ rệt, chiếm lần lượt 36% và 21% tổng cơ cấu ngành đầu tư cổ phiếu trong năm 2022, so với mức 27% và 11% vào năm 2015. Đây cũng là năm ghi nhận nhiều biến động lớn của nhóm cổ phiếu bất động sản với ví dụ điển hình như cổ phiếu DIG và NVL đều trải qua giai đoạn tăng giá đột biến rồi sụt giảm mạnh, phản ánh tính rủi ro cao và tâm lý đầu tư dao động của thị trường.

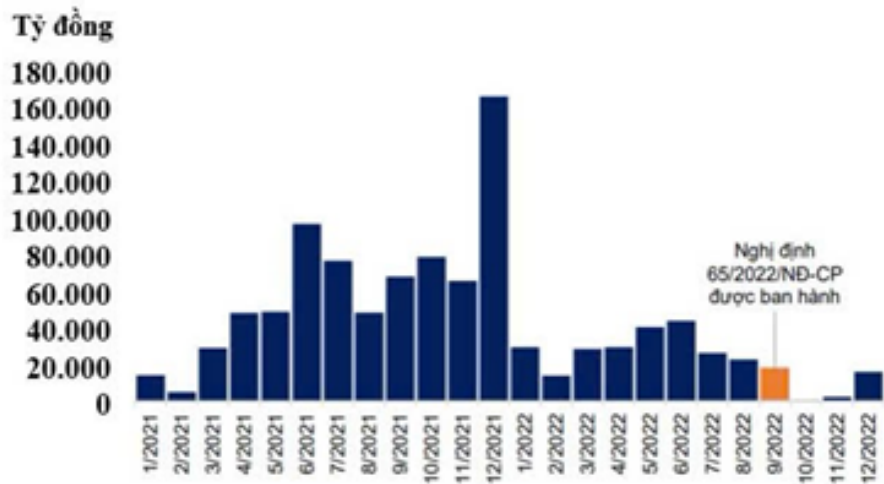
Sang năm 2023, tiếp tục duy trì đà tăng trưởng về lượng tài khoản đầu tư cá nhân. Với hơn 7,25 triệu tài khoản, tương đương 7,3% dân số, vượt xa mức mục tiêu 5% dân số đầu tư chứng khoán mà Chính phủ đặt ra tại Đề án “Cơ cấu lại thị trường chứng khoán và thị trường bảo hiểm đến năm 2020 và định hướng đến năm 2025” thuộc Quyết định số 242/QĐ-TTg ban hành ngày 28/02/2019. Sự gia tăng này khẳng định tiềm năng phát triển mạnh mẽ của thị trường trong bối cảnh khu vực thiếu tín hiệu tích cực.

Tiếp nối đà tăng trưởng, năm 2024, ghi nhận xu hướng chuyển dịch dòng vốn từ nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn sang các cổ phiếu vừa và nhỏ. Điều này tạo nên sự sôi động mới trên thị trường, với một số cổ phiếu ghi nhận mức tăng kỷ lục như HGM của Công ty CP Cơ khí và Khoáng sản Hà Giang (tăng 595,96%), CDH của Công ty Công trình

Công cộng và Dịch vụ Du lịch Hải Phòng (tăng 390,01%). Tổng số tài khoản chứng khoán đã vượt 7,7 triệu, tương đương 7,7% dân số. VN-Index đạt gần 1.267 điểm, tăng hơn 12% so với cuối năm 2023, trong khi tổng vốn hóa thị trường đạt hơn 7 triệu tỷ đồng, tương đương 69,3% GDP- cho thấy mức độ phát triển rõ rệt của thị trường cổ phiếu.

Thị trường trái phiếu

Bên cạnh thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu Việt Nam cũng trải qua những thay đổi đáng kể trong giai đoạn này. Cấu trúc thị trường được chia thành bốn nhóm chính: trái phiếu Chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, trái phiếu chính quyền địa phương và trái phiếu doanh nghiệp. Năm 2022, tổng giá trị phát hành trái phiếu Chính phủ giảm mạnh xuống còn 214.722 tỷ đồng, chỉ đạt 53,7% kế hoạch và giảm 32,5% so với năm 2021. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc siết chặt quản lý, đặc biệt là sau khi Nghị định 65/2022/NĐ-CP được ban hành ngày 16/9/2022 nhằm tăng cường tính minh bạch và ngăn chặn các sai phạm trong phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Khởi nguồn của Nghị định này là do nhiều doanh nghiệp lớn (Tân Hoàng Minh, Vạn Thịnh Phát) vi phạm pháp luật trong phát hành, phân phối trái phiếu riêng lẻ, khiến NĐT mất niềm tin, rút vốn hàng loạt khỏi các quỹ trái phiếu, tạo áp lực thanh khoản và dẫn đến tình trạng bán tháo (Hình 3). Theo VBMA (2022), trong các trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) phát hành ra công chúng, có tới 97,64% là trái phiếu không chuyển đổi và không có tài sản đảm bảo, chỉ 2,36% được bảo đảm bằng tài sản. Điều này khiến rủi ro tín dụng gia tăng, làm giảm lòng tin của NĐT. Hệ quả, NĐT đẩy mạnh rút vốn khỏi quỹ trái phiếu, tạo áp lực buộc các doanh nghiệp phải mua lại



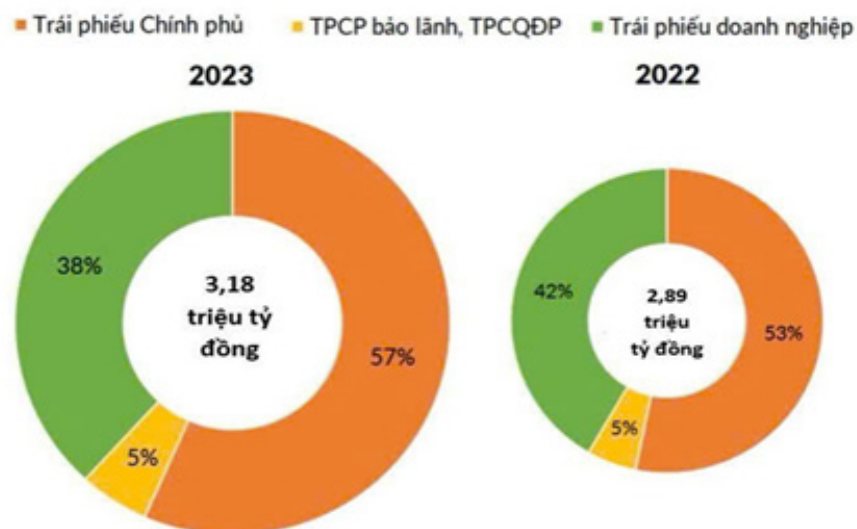
Nguồn: VBMA (2022)

Hình 3. Giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp trước và sau Nghị định 65/2022/NĐ-CP

trái phiếu trước hạn, dẫn đến làn sóng bán tháo trái phiếu và các tài sản liên quan.

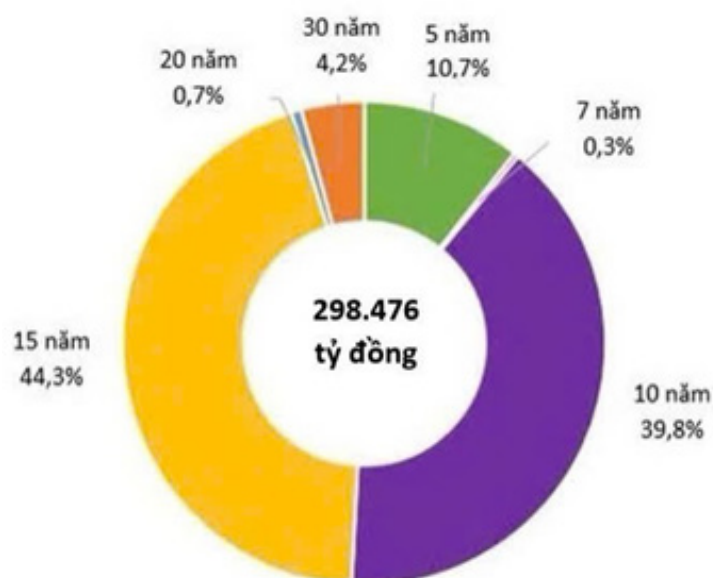
Dù vậy, đến cuối năm 2023, thị trường trái phiếu đã ghi nhận sự phục hồi nhất định, có 460 mã trái phiếu niêm yết với tổng giá trị niêm yết đạt hơn 2.030 nghìn tỷ đồng, chiếm khoảng 20% GDP, cho thấy tầm quan trọng của thị trường này trong nền kinh tế. Tính chung cả năm 2023, giao dịch

bình quân chỉ đạt 6.862 tỷ đồng/phần, giảm 15% so với năm 2022, cho thấy thanh khoản thị trường vẫn còn nhiều hạn chế, đặc biệt trong bối cảnh lãi suất toàn cầu tăng khiến dòng vốn gián tiếp rút khỏi các thị trường mới nổi, trong đó có Việt Nam. Về kỳ hạn, năm 2023 chứng kiến mức kỳ hạn bình quân đạt 12,32 năm, giảm nhẹ 0,35 năm so với năm 2022. Sự thay đổi này



Nguồn: VBMA (2023)

Hình 4. Quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam năm 2022- 2023



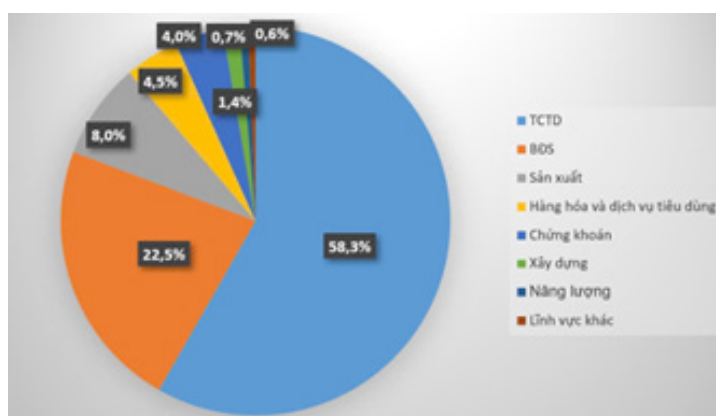
Nguồn: VBMA (2023)

Hình 5. Cơ cấu phát hành trái phiếu Chính phủ năm 2023 theo kỳ hạn

đến từ việc Kho bạc Nhà nước tăng phát hành kỳ hạn ngắn hơn (5 năm) để phục vụ nhu cầu đầu tư của các ngân hàng thương mại, đồng thời hỗ trợ ổn định thị trường trong bối cảnh nhiều bất ổn. Lãi suất phát hành bình quân cũng giảm xuống còn 3,31%, thấp hơn 0,17% so với cuối năm 2022. Chính sách này được cho là bước đi linh hoạt nhằm khuyến khích nguồn vốn nội địa, đồng thời cân bằng giữa nhu cầu

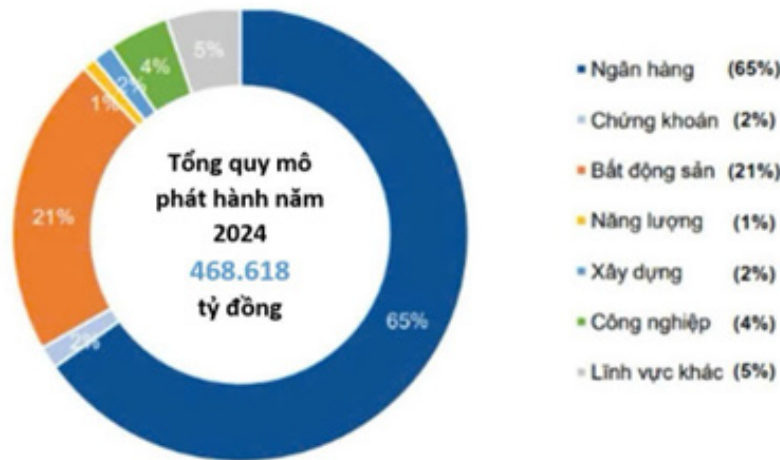
vốn ngắn hạn và dài hạn.

Trong khi đó, năm 2024, thanh khoản thị trường có dấu hiệu hồi phục nhẹ, nhất là từ tháng 6/2024 khi nhu cầu tín dụng tăng cao, một số tổ chức tín dụng và doanh nghiệp bất động sản lớn tiếp tục phát hành trái phiếu để đáp ứng nhu cầu về vốn dài hạn. Tuy nhiên, thanh khoản thị trường vẫn chịu áp lực từ bối cảnh lãi suất quốc



Nguồn: VBMA (2023)

Hình 6. Cơ cấu tổ chức phát hành trái phiếu doanh nghiệp 2023 (Quy mô phát hành 333.988 tỷ đồng)



Nguồn: VBMA (2024)

Hình 7. Cơ cấu tổ chức phát hành trái phiếu doanh nghiệp năm 2024

tế cao và động thái của NĐT nước ngoài. Cấu trúc phát hành có xu hướng duy trì tương tự năm 2023 nhưng tập trung hơn vào các tổ chức tín dụng và doanh nghiệp bất động sản, chiếm trên 80% tổng giá trị phát hành. Một số ngân hàng lớn như MB và Agribank, cùng các doanh nghiệp bất động sản như Công ty Bất động sản Hải Đăng đã phát hành khối lượng lớn trái phiếu trong năm này, cho thấy xu hướng huy động vốn nhằm đảm bảo các nhu cầu đầu tư dài hạn.

Thị trường chứng khoán phát sinh

Thị trường chứng khoán phái sinh đang khẳng định vai trò quan trọng như một công cụ đầu tư và quản trị rủi ro trong bối cảnh thị trường cơ sở biến động mạnh. Sau gần 8 năm vận hành, thị trường đã dần trưởng thành và cung cấp ba sản phẩm chính để đáp ứng nhu cầu đa dạng của NĐT: hợp đồng tương lai (HĐTL) chỉ số VN30, hợp đồng tương lai trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, và hợp đồng tương lai trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm. Trong đó, Hợp đồng tương lai chỉ số VN30 tiếp tục là sản phẩm dẫn đầu thị trường phái sinh, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng khối lượng

giao dịch. Điều này phản ánh xu hướng NĐT tập trung vào các chỉ số cơ sở quan trọng, vốn có tính thanh khoản cao và liên quan chặt chẽ đến thị trường cơ sở. Năm 2023, tổng khối lượng giao dịch (KLGD) đạt gần 58.590.000 hợp đồng, tương ứng với KLGD bình quân đạt 235.300 hợp đồng/phiên, giảm 14% so với năm 2022. Sang quý II/2024, thị trường ghi nhận mức tăng trưởng khả quan khi tổng khối lượng giao dịch tăng 24,07% so với quý I/2024, đạt 14,69 triệu hợp đồng. Khối lượng giao dịch bình quân đạt 240.862 hợp đồng/phiên, tăng 20,02%.

Đặc biệt, cơ cấu NĐT trên thị trường phái sinh cũng đang có sự chuyển dịch tích cực theo hướng giảm dần NĐT cá nhân và dịch chuyển sang các NĐT tổ chức. Theo tin của phóng viên Tạp chí Tài chính (2024), trong giai đoạn đầu, gần 99% giao dịch là đến từ các NĐT cá nhân và đã giảm xuống còn khoảng 67% vào cuối năm 2023 và xuống mức 63,15% vào cuối tháng 7 năm 2024. Trong khi, tỷ trọng giao dịch của NĐT tổ chức tăng từ 1% lên gần 37% chỉ trong vòng hai năm, cho thấy thị trường đang dần trở nên chuyên nghiệp và ổn định hơn.

Giai đoạn 2022- 2024 đánh dấu bước chuyển mình quan trọng của thị trường chứng khoán Việt Nam. Mặc dù đối mặt với nhiều thách thức từ môi trường quốc tế, thị trường vẫn duy trì đà tăng trưởng nhờ các chính sách điều hành hiệu quả và nền tảng kinh tế vững chắc. Trong tương lai, với sự hỗ trợ từ Chính phủ và sự cải thiện của môi trường đầu tư, thị trường chứng khoán Việt Nam hứa hẹn tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong hệ thống tài chính quốc gia.

3. Đánh giá thực trạng thị trường chứng khoán giai đoạn hậu Covid-19

3.1. Kết quả đạt được

Giai đoạn hậu Covid-19 đánh dấu một bước ngoặt quan trọng đối với TTCK Việt Nam. Đại dịch không chỉ gây ra những xáo trộn lớn về kinh tế mà còn để lại nhiều hệ lụy kéo dài đối với tâm lý đầu tư và dòng tiền. Tuy nhiên, nhờ các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ và các cơ quan quản lý, TTCK đã dần phục hồi và đạt được những kết quả tích cực, đặc biệt trong các yếu tố thanh khoản, quy mô và chính sách kinh tế vĩ mô.

Yếu tố thanh khoản

Thanh khoản của TTCK đã chứng kiến sự biến động mạnh mẽ sau đại dịch. Nguyên nhân chính đến từ xu hướng thắt chặt chính sách tiền tệ toàn cầu, áp lực lạm phát và tâm lý thận trọng sau các vụ thao túng thị trường. Để ổn định lại thanh khoản và hỗ trợ phục hồi thị trường vốn, Ngân hàng Nhà nước đã chủ động nới lỏng chính sách tiền tệ thông qua việc 4 lần cắt giảm các mức lãi suất điều hành trong năm 2023, với tổng mức giảm từ 0,5- 2%/năm. Song song, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 33/NQ-CP (tháng 3/2023) về tháo gỡ khó khăn cho thị trường bất động sản và trái phiếu doanh

nh nghiệp; sửa đổi Nghị định 65/2022/NĐ-CP nhằm gia hạn thời gian áp dụng tiêu chí phát hành trái phiếu, giảm áp lực đáo hạn trong ngắn hạn. Ngoài ra, việc triển khai các chương trình kích thích đầu tư công cũng đóng vai trò dẫn dắt dòng vốn và gián tiếp cải thiện thanh khoản cho thị trường chứng khoán.

Kết quả của những nỗ lực này là sự phục hồi đáng kể trong năm 2023, với giá trị giao dịch trung bình trong nửa đầu năm tăng khoảng 15% so với cùng kỳ năm trước (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, 2023). Tuy nhiên, thanh khoản thị trường vẫn chưa hoàn toàn ổn định và tiếp tục chịu ảnh hưởng từ các yếu tố toàn cầu như lạm phát và biến động tài chính quốc tế. Mặc dù vậy, việc phục hồi thanh khoản đã đạt được bước đầu quan trọng, mở đường cho những cải thiện trong tương lai.

Yếu tố quy mô

Quy mô thị TTCK Việt Nam cũng ghi nhận sự phát triển tích cực trong giai đoạn hậu Covid-19. Dù gặp phải những tác động bất lợi từ kinh tế toàn cầu, tổng giá trị vốn hóa của thị trường vẫn phục hồi mạnh mẽ. Vào năm 2022, dưới sự tác động của các yếu tố vĩ mô, vốn hóa thị trường có thời điểm giảm xuống còn khoảng 4,5 triệu tỷ đồng, tương đương 56% GDP. Tuy nhiên, đến năm 2023, tổng vốn hóa đã phục hồi lên khoảng 5 triệu tỷ đồng, chiếm gần 62% GDP.

Ngoài sự phục hồi vốn hóa, thị trường cũng ghi nhận sự gia tăng số lượng cổ phiếu niêm yết. Theo báo cáo của UBCKNN (2023) năm 2023, tổng số cổ phiếu niêm yết mới đạt 3.510 triệu cổ phiếu, tăng 5,4% so với năm trước. Sự gia tăng này không chỉ giúp nâng cao tính đại diện của thị trường mà còn tạo cơ hội cho các doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn. Đây là một kết quả quan trọng trong việc phát triển bền vững và mở

rộng quy mô thị trường.

Yếu tố chính sách kinh tế vĩ mô

Chính sách kinh tế vĩ mô của Nhà nước đóng vai trò trung tâm trong quá trình phục hồi của thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn hậu Covid-19. Một trong những chính sách nổi bật là Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế- xã hội ban hành kèm theo Nghị quyết số 43/2022/QH15 ngày 11/01/2022 của Quốc hội về chính sách tài khóa, tiền tệ tập nhằm hỗ trợ quá trình phục hồi và phát triển kinh tế- xã hội, theo đó khoảng 350 nghìn tỷ đồng đã được phân bổ cho các gói hỗ trợ tài khóa và tiền tệ. Đồng thời, NHNN đã thực hiện tổng cộng 6 lần điều chỉnh lãi suất điều hành giai đoạn 2022-2023: cụ thể, hai lần tăng vào năm 2022 nhằm kiểm soát lạm phát và ổn định tỷ giá; tiếp đó là bốn lần giảm liên tiếp trong năm 2023 với mục tiêu nới lỏng điều kiện tín dụng, hạ mặt bằng lãi suất cho vay, và gián tiếp hỗ trợ thanh khoản thị trường tài chính. Năm 2024, mặt bằng lãi suất được duy trì ổn định nhằm cân bằng giữa ổn định kinh tế vĩ mô và hỗ trợ tăng trưởng.

Song hành với chính sách tiền tệ, Nghị định số 65/2022/NĐ-CP của Chính phủ về sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 153/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế được ban hành để siết chặt việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp, tăng tính minh bạch và giảm thiểu rủi ro thị trường. Các động thái này cùng với Nghị quyết 86/NQ-CP ban hành ngày 11/7/2022 đã nhấn mạnh việc tăng cường giám sát thị trường, tạo hành lang pháp lý chặt chẽ nhằm bảo vệ quyền lợi NĐT và nâng cao tính minh bạch của thị trường, qua đó giúp củng cố lòng tin của NĐT, thúc đẩy thanh

khoản và cải thiện môi trường đầu tư sau đại dịch.

3.2. Hạn chế và nguyên nhân

TTCK Việt Nam phải đối mặt với nhiều thách thức trong giai đoạn 2022- 2024 cụ thể:

Thứ nhất, thanh khoản chưa ổn định. Theo số liệu từ sàn HOSE năm 2022, khối lượng giao dịch chứng khoán trung bình đạt 693,65 triệu chứng khoán/ngày với giá trị giao dịch bình quân đạt gần 17.185 tỷ đồng/ngày, giảm lần lượt 9,53% và 21,88% so với năm 2021. Khối lượng giao dịch chứng khoán giảm, một phần đến từ việc các NĐT hạn chế giao dịch, khiến giá chứng khoán tiếp tục giảm. Điều này chủ yếu đến từ cấu trúc nội tại của thị trường và các yếu tố bên ngoài (lãi suất tăng, lạm phát toàn cầu, các NHTW thắt chặt chính sách tiền tệ). Thị trường càng trở nên kém hơn vào năm 2023 khi các NĐT nước ngoài tại Việt Nam bán ròng hơn 4.000 tỷ đồng trái phiếu Chính phủ. Bên cạnh đó, với số lượng NĐT cá nhân chiếm khoảng 80% giao dịch, gây ảnh hưởng tiêu cực, dẫn đến sự biến động lớn và chi phí giao dịch cao hơn, giảm hiệu quả hoạt động của thị trường.

Thứ hai, niềm tin của NĐT vào TTCK Việt Nam bị ảnh hưởng nặng nề bởi vấn đề minh bạch. Các doanh nghiệp niêm yết vẫn gặp khó khăn trong việc công bố thông tin và tuân thủ quy định, dẫn đến tình trạng thao túng giá cổ phiếu. Nhiều doanh nghiệp, đặc biệt là các tập đoàn lớn, vi phạm luật công bố thông tin, làm giảm lòng tin của NĐT trong nước, tạo ra khó khăn trong việc nâng hạng TTCK. Mặc dù các quy định mới về công bố thông tin đã được ban hành, nhiều doanh nghiệp nhỏ vẫn chưa thực hiện nghiêm túc, một phần do các hình phạt hiện hành vẫn chưa đủ mạnh để răn đe hành vi vi phạm. Theo Vietstock năm 2023, chỉ có

50% tổng số doanh nghiệp niêm yết được khảo sát đáp ứng đầy đủ và kịp thời nghĩa vụ công bố thông tin trên cả hai sàn chứng khoán (HOSE và HNX).

Cuối cùng, sự thiếu đa dạng trong các sản phẩm tài chính và cơ sở hạ tầng của các công nghệ chưa đồng bộ khiến các NĐT không tìm được lựa chọn đầu tư đáp ứng được sức chịu rủi ro và kỳ vọng lợi nhuận của họ. Hiện tại còn thiếu khuôn khổ pháp lý toàn diện cho việc sản xuất các sản phẩm bền vững và các quy trình phát triển tài chính xanh vẫn trong giai đoạn chưa ổn định. Mặc dù số lượng doanh nghiệp Fintech tại Việt Nam đang tăng nhanh, nhưng quy mô vẫn tương đối nhỏ, chủ yếu cung cấp các dịch vụ thanh toán nên chưa đủ hấp dẫn và cạnh tranh trong lĩnh vực tài chính so với các quốc gia khác trong khu vực.

4. Kết luận và một số khuyến nghị

Bài nghiên cứu đã đưa ra một bức tranh khái quát về TTCK Việt Nam trong giai đoạn 2022- 2024, khi thị trường đối mặt với những biến động lớn do tác động từ chính sách tiền tệ toàn cầu thắt chặt và nguy cơ suy thoái kinh tế kéo dài. Các yếu tố này đã tác động trực tiếp đến dòng vốn, tâm lý NĐT và sự ổn định chung của thị trường. Dựa trên các phân tích, đánh giá về diễn biến thị trường, nghiên cứu này không chỉ góp phần làm rõ những nguyên nhân tác động đến sự biến động thanh khoản, quy mô và cấu trúc thị trường, mà còn hướng đến việc kiến tạo một khuôn khổ chính sách hiệu quả, tạo điều kiện thuận lợi cho thị trường phát triển bền vững. Từ đó, nghiên cứu có một số khuyến nghị như sau:

Thứ nhất, nâng cao tính minh bạch và tăng cường quản lý rủi ro.

Việc nâng cao tính minh bạch trong công bố thông tin là điều kiện tiên quyết để xây dựng

một thị trường hiệu quả. Hiện nay, nhiều doanh nghiệp niêm yết chưa tuân thủ đầy đủ các quy định về công bố thông tin tài chính và quản trị doanh nghiệp, dẫn đến thiếu niềm tin từ NĐT, đặc biệt là NĐT nước ngoài. Do đó, cần sửa đổi và hoàn thiện Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 về Quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán, và việc áp dụng công nghệ cao trong giám sát để phòng chống gian lận và thao túng thị trường. Điều này sẽ tạo ra một môi trường đầu tư công bằng và minh bạch, củng cố niềm tin của NĐT và thu hút dòng vốn dài hạn.

Thứ hai, cải thiện thanh khoản thông qua chính sách hỗ trợ và tái cấu trúc dòng tiền. Thanh khoản thị trường là yếu tố then chốt phản ánh sức khỏe của TTCK Việt Nam. Mặc dù đã có sự phục hồi trong năm 2023, nhưng thanh khoản vẫn chưa hoàn toàn ổn định, chủ yếu do tâm lý NĐT cá nhân và các yếu tố kinh tế vĩ mô như lạm phát, lãi suất. Để cải thiện tình trạng này, cần duy trì chính sách tiền tệ linh hoạt, giữ lãi suất điều hành ổn định ở mức thấp và khuyến khích sự tham gia của các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp. Các tổ chức này sẽ giúp giảm phụ thuộc vào dòng tiền ngắn hạn và hỗ trợ thanh khoản thị trường. Đồng thời, việc hình thành các tổ chức tạo lập thị trường chuyên nghiệp cũng là giải pháp quan trọng để ổn định giá cả và tâm lý đầu tư.

Thứ ba, thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài thông qua nới lỏng và đồng bộ hóa chính sách.

Dòng vốn đầu tư nước ngoài là động lực tăng trưởng bền vững cho TTCK. Tuy nhiên, hiện nay vẫn tồn tại nhiều rào cản như tỷ lệ sở hữu nước ngoài (foreign ownership limit- FOL) và thủ tục hành chính còn phức tạp. Do đó, cần tiếp tục cải cách chính sách theo hướng mở rộng tỷ lệ

sở hữu cho NĐT nước ngoài, đặc biệt trong những ngành không nhạy cảm. Đồng thời, đơn giản hóa thủ tục đăng ký giao dịch và cơ chế thanh toán xuyên biên giới sẽ giúp tăng khả năng tiếp cận của NĐT nước ngoài. Việc thu hút dòng vốn này không chỉ nâng cao tiêu chuẩn quản trị công ty, mà còn thúc đẩy minh bạch hóa thông tin và cải cách doanh nghiệp nội địa, góp phần nâng hạng TTCK Việt Nam lên thị trường mới nổi.

Thứ tư, đa dạng hóa sản phẩm tài chính để gia tăng chiều sâu thị trường.

Để phát triển TTCK theo hướng bền vững

và toàn diện, cần thúc đẩy đa dạng hóa sản phẩm tài chính. Hiện thị trường chủ yếu tập trung vào cổ phiếu, trong khi các sản phẩm như trái phiếu doanh nghiệp và công cụ phái sinh chưa được khai thác đúng mức. Cần hoàn thiện khung pháp lý cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp, sửa đổi Nghị định 65/2022/NĐ-CP để linh hoạt hơn, đồng thời duy trì nguyên tắc minh bạch và quản lý rủi ro hiệu quả. Phát triển các sản phẩm tài chính phái sinh như hợp đồng quyền chọn, hợp đồng tương lai sẽ giúp NĐT có công cụ phòng ngừa rủi ro tốt hơn, thúc đẩy sự chuyên nghiệp hóa và hiện đại hóa thị trường.■

Tài liệu tham khảo

- Ah Mand, A., Janor, H., Abdul Rahim, R., & Sarmidi, T. (2023). Herding behaviour and stock market conditions. *PSU Research Review*, 2(7), 105–116. <https://doi.org/10.1108/PRR-10-2020-0033>
- Ban Tổ chức IR Awards (2023). IR Awards 2023: 364 doanh nghiệp niêm yết hoàn thành tốt nghĩa vụ công bố thông tin năm 2023. Vietstock. <https://vietstock.vn/2023/06/ir-awards-2023-364-doanh-nghiep-niem-yet-hoan-thanh-tot-nghia-vu-cong-bo-thong-tin-nam-2023-830-1080315.htm>
- Bộ Tài chính. (2022). Giữ vững kỷ cương, kỷ luật và tính minh bạch của thị trường chứng khoán. https://mof.gov.vn/webcenter/portal/btcvn/pages_r/tin-bo-tai-chinh?dDocName=MOFUCM227176
- Bộ Tài chính. (2022). Vụ trái phiếu Tân Hoàng Minh: Đã chuyển các đơn kiến nghị từ nhà đầu tư đến cơ quan công an để giải quyết. https://mof.gov.vn/webcenter/portal/ttpltc/pages_r/chi-tiet-tin-ttpltc?dDocName=MOFUCM237210
- Busse, J. A., & Green, T. C. (2001). Market efficiency in real time. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 415–437. <https://doi.org/10.2139/ssrn.270958>
- Deb, S. G., & Mukherjee, J. (2008). Does stock market development cause economic growth? A time series analysis for Indian economy. *International Research Journal of Finance and Economics*, 21(3), 142–149. https://www.researchgate.net/publication/254945009_Does_Stock_Market_Development_Cause_Economic_Growth_A_Time_Series_Analysis_for_Indian_Economy
- El Ghoul, S., Guedhami, O., & Kim, Y. (2017). Country-level institutions, firm value, and the role of corporate social responsibility initiatives. *Journal of International Business Studies*, 48, 360–385. <https://doi.org/10.1057/jibs.2016.4>
- Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam. (2023). Báo cáo Thị trường Trái phiếu Việt Nam năm 2022. <https://vbma.org.vn/vi/reports/yearly>
- Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam. (2024). Báo cáo Thị trường Trái phiếu Việt Nam năm 2023. <https://vbma.org.vn/vi/reports/yearly>
- Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam. (2025). Báo cáo Thị trường Trái phiếu Việt Nam năm 2024. <https://vbma.org.vn/vi/reports/yearly>
- HSBC Global Research. (2022). The Flying Dutchman – Vietnam: Resilient and Powered by Locals. <https://www.research.hsbc.com/C/1/1/320/Swgx2BP>
- Nguyễn Việt Hùng. (2022). Thực trạng thị trường chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh đại dịch Covid-19. *Tạp chí Công Thương*. <https://tapchicongthuong.vn/thuc-trang-thi-truong-chung-khoan-viet-nam-trong-boi-can-h-dai-dich-covid-19-88368.htm>
- Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. (2023). Báo cáo thường niên năm 2022. https://static2.vietstock.vn/data/HOSE/2022/BCTN/VN/HOSE_Baocaothuongnien_2022.pdf
- Tạ Thanh Bình. (2023). Thị trường chứng khoán Việt Nam: Dấu ấn 2022 và triển vọng 2023. *VnEconomy*. <https://vneconomy.vn/thi-truong-chung-khoan-viet-nam-dau-an-2022-va-trien-vong-2023.htm>
- Tạp chí Tài chính. (2024). Thị trường chứng khoán phái sinh: Phát huy vai trò phân tán và phòng ngừa rủi ro. <https://>

- tapchitaichinh.vn/thi-truong-chung-khoan-phai-sinh-phat-huy-vai-tro-phan-tan-va-phong-ngua-rui-ro.html
- Trịnh Thị Phan Lan (2021). Cơ hội của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh đại dịch Covid-19. Tạp chí Ngân hàng. https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/m/menu/trangchu/ddnhnn/nctd/nctd_chitiet?leftWidth=0%25&showFooter=false&showHeader=false&dDocName=SBV469414&rightWidth=0%25¢erWidth=100%25&afrLoop=21738495049574755
- Trần Linh Huân, Trương Thị Thảo & Lê Phạm Anh Thơ (2021). Thị trường chứng khoán Việt Nam trước bối cảnh đại dịch Covid-19 và một số đề xuất hỗ trợ về mặt chính sách, pháp luật. *Tạp chí Ngân hàng*. <https://tapchinganhang.gov.vn/thi-truong-chung-khoan-viet-nam-truoc-boi-canh-dai-dich-covid-19-va-mot-so-de-xuat-ho-tro-ve-mat-chinh-sach-phap-luat-10223.html>
- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. (2023). Báo cáo thường niên năm 2023. https://ssc.gov.vn/webcenter/portal/ubck/pages_r/l/chitit?dDocName=APPSSCGOVVN1620147782