



Original Article

Vietnam's real estate corporate bonds: Review of the period from 2020 to 2023

Nguyen Thi Nhung*, To Lan Phuong, Dinh Thi Quynh Anh

*VNU University of Economics and Business
No. 144 Xuan Thuy Road, Cau Giay District, Hanoi, Vietnam*

Received: June 21, 2024

Revised: August 8, 2024; Accepted: June 25, 2025

Abstract: This article aims to assess the state of the real estate bond corporate market (RCBM) in Vietnam from 2020 to 2023. Based on data collected from Fiinpro, this study shows that: (i) The small scale of Vietnam's RCBM indicates significant growth potential; (ii) There are numerous potential risks in Vietnam's RCBM; (iii) Investor confidence remains a major challenge in Vietnam's RCBM. Therefore, this study has proposed five main recommendations, including: (i) The RCBM plays a crucial role in national development; (ii) The development of the RCBM should be linked with the stability of the real estate market; (iii) The development of the RCBM should prioritize "depth" before expanding "breadth"; (iv) Diversifying investors is essential for the development of the RCBM; (v) In the short term, the top priority is to build trust in the capital market.

Keywords: Real estate bond corporate, real estate bond corporate market, Vietnam.

* Corresponding author

E-mail address: ntnhung@vnu.edu.vn

<https://doi.org/10.57110/vnu-jeb.v5i3.388>

Copyright © 2025 The author(s)

Licensing: This article is published under a CC BY-NC 4.0 license.

Trái phiếu doanh nghiệp bất động sản Việt Nam: Nhìn lại giai đoạn 2020-2023

Nguyễn Thị Nhung*, Tô Lan Phương, Đinh Thị Quỳnh Anh

*Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội
Số 144 Đường Xuân Thủy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam*

Nhận ngày 21 tháng 6 năm 2024

Chỉnh sửa ngày 8 tháng 8 năm 2024; Chấp nhận đăng ngày 25 tháng 6 năm 2025

Tóm tắt: Bài viết đánh giá tình hình thị trường trái phiếu doanh nghiệp bất động sản (TPDN BĐS) tại Việt Nam giai đoạn 2020-2023. Dựa trên dữ liệu được thu thập từ hệ thống cơ sở dữ liệu Fiinpro, nghiên cứu chỉ ra: (i) Quy mô nhỏ của thị trường TPDN BĐS Việt Nam cho thấy tiềm năng phát triển của thị trường rất lớn; (ii) Tồn tại nhiều rủi ro tiềm ẩn trên thị trường TPDN BĐS Việt Nam; (iii) Niềm tin của nhà đầu tư vẫn là thách thức lớn trên thị trường TPDN BĐS Việt Nam. Từ đó, nghiên cứu đã đưa ra 5 quan điểm cơ bản về phát triển thị trường TPDN BĐS, bao gồm: (i) Thị trường TPDN BĐS đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển của quốc gia; (ii) Phát triển thị trường TPDN BĐS nên gắn liền với sự ổn định của thị trường bất động sản; (iii) Phát triển thị trường TPDN BĐS nên đi vào “chiều sâu” trước khi đi vào “chiều rộng”; (iv) Đa dạng hóa các nhà đầu tư là việc rất quan trọng để phát triển thị trường TPDN BĐS; (v) Trong ngắn hạn, ưu tiên hàng đầu là xây dựng niềm tin trên thị trường vốn.

Từ khóa: Trái phiếu doanh nghiệp bất động sản, thị trường trái phiếu doanh nghiệp bất động sản, Việt Nam.

1. Đặt vấn đề

Tại Việt Nam, thị trường bất động sản (BDS) có vai trò hết sức quan trọng đối với nền kinh tế và có mối quan hệ chặt chẽ với sự tăng trưởng và ổn định của nền kinh tế. Ngành xây dựng và BDS đóng góp trung bình khoảng 11% GDP của cả nước, trong đó ngành BDS trực tiếp chiếm khoảng 4,5% và được đánh giá là một trong 20 ngành kinh tế cấp 1 của quốc gia (Huyen, 2023). Về mặt tài sản, ngành BDS đứng thứ 11, với tỷ trọng chiếm 20,8% trong tổng tài sản toàn nền kinh tế năm 2020. Ngoài ra, BDS là một trong những ngành có tác động lớn không chỉ trong phạm vi cùng ngành mà còn kéo theo sự phát triển của nhiều ngành như du lịch, công nghiệp, lưu trú, ngân hàng và đặc biệt là ngành xây dựng. Bên cạnh đó, BDS còn tạo ra nhiều công ăn việc làm cho xã hội, chiếm xấp xỉ 10% tỷ lệ lao động cả nước (Pham, 2023). Đặc biệt, thị trường BDS có đóng góp quan trọng trong nguồn thu ngân sách nhà nước. Năm 2023, nhóm doanh nghiệp

BDS tư nhân đã nộp ngân sách hơn 37.000 tỷ đồng, đứng thứ 2 cả nước (Le, 2025).

Riêng về hoạt động huy động vốn, thị trường BĐS Việt Nam đã phát triển đến cấp độ 3 (cấp độ tiền tệ hóa), bước vào một phần ba của cấp độ 4 (tài chính hóa). Theo đó, các doanh nghiệp BĐS đã sử dụng kênh huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) từ năm 2018. Tuy nhiên, sau hàng loạt các vụ việc như trường hợp Tân Hoàng Minh và Vạn Thịnh Phát vào năm 2022, niềm tin của nhà đầu tư và thị trường vào TPDN đã giảm sút rất mạnh. Bên cạnh đó, áp lực trả nợ cũng là thách thức lớn đối với các doanh nghiệp BĐS.

Xuất phát từ vai trò quan trọng cũng như những vấn đề phát sinh trong thời gian gần đây của doanh nghiệp BĐS, nhiều nghiên cứu đã tập trung vào các chủ đề liên quan tới thị trường BĐS Việt Nam như các nhân tố ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS (Ngo & Nguyen, 2020; Nguyen, 2021; Nguyen và cộng sự, 2021; Ngo & Nguyen, 2023), ảnh

* Tác giả liên hệ

Địa chỉ email: ntnhung@vnu.edu.vn

<https://doi.org/10.57110/vnu-jeb.v5i3.388>

Bản quyền © 2025 (Các) tác giả

Bài báo này được xuất bản theo CC BY-NC 4.0 license.

hưởng của quản trị dòng tiền tới giá trị cổ đông của các doanh nghiệp BĐS (To & Nguyen, 2023), ảnh hưởng của công bố thông tin tới rủi ro của doanh nghiệp BĐS (Dang và cộng sự, 2023), mối liên hệ giữa thị trường BĐS và các thị trường tài chính khác (Nguyen và cộng sự, 2019), tác động của phát triển tài chính thông qua phát triển hệ thống ngân hàng và phát triển thị trường chứng khoán đến thị trường BĐS (Nguyen & Bui, 2020), bong bóng BĐS và tác động của chính sách tiền tệ tới bong bóng BĐS ở Việt Nam (Le và cộng sự, 2023)...

Tuy nhiên, hiện chưa có nghiên cứu nào khai thác một cách hệ thống chủ đề hoạt động huy động vốn thông qua phát hành TPDN – một kênh tài chính đặc thù của các doanh nghiệp BĐS tại Việt Nam. Xuất phát từ khoảng trống đó, bài viết này phân tích thực trạng thị trường TPDN BĐS tại Việt Nam giai đoạn 2020-2023, từ đó đề xuất các giải pháp nhằm phát triển thị trường TPDN BĐS Việt Nam trong thời gian tới.

2. Các tiêu chí đánh giá thị trường trái phiếu doanh nghiệp bất động sản

Sự phát triển của thị trường TPDN hàm ý hai nội dung chính, bao gồm: (i) Sự gia tăng về quy mô thị trường, làm tăng thêm giá trị của thị trường, tạo ra sự biến đổi tích cực về cơ cấu thị trường, từ đó có khả năng khai thác nguồn lực trong và ngoài nước tốt hơn; (ii) Tác động tích cực làm thay đổi cơ cấu tài chính, tác động cải thiện chất lượng của thị trường vốn. Andritzky (2000) nhấn mạnh tới tiêu chí quy mô thị trường và giao dịch, hay tổng dư nợ thị trường và khối lượng/giá trị giao dịch hàng ngày. Tương tự, World Bank (2012) cũng nhấn mạnh tầm quan trọng của tiêu chí quy mô thị trường và giá trị giao dịch. Trên cơ sở kế thừa các nghiên cứu trước, nghiên cứu này đề xuất 3 nhóm tiêu chí để đánh giá thực trạng phát triển của thị trường TPDN BĐS, bao gồm: Thứ nhất, quy mô phát hành thị trường TPDN BĐS được đo lường thông qua 3 tiêu chí, bao gồm: (i) Giá trị phát hành và tốc độ tăng trưởng giá trị phát hành của thị trường TPDN BĐS: Khi tốc độ tăng trưởng càng cao thì quy mô của thị trường TPDN BĐS càng lớn; (ii) Quy mô của phát hành của thị trường TPDN BĐS so với thị trường TPDN cả nước; (iii) Quy mô phát hành của thị trường TPDN BĐS so với GDP. Bằng việc so sánh chỉ số này qua các năm, nghiên cứu sẽ chỉ ra quy mô thực sự của thị trường TPDN. Thứ hai, sự đa dạng của TPDN BĐS được thể hiện ở sự đa dạng của hình thức phát hành, sự đa dạng của các kỳ hạn, sự đa dạng của các lãi suất huy động, và sự đa dạng của các kỳ tính lãi. Thứ ba,

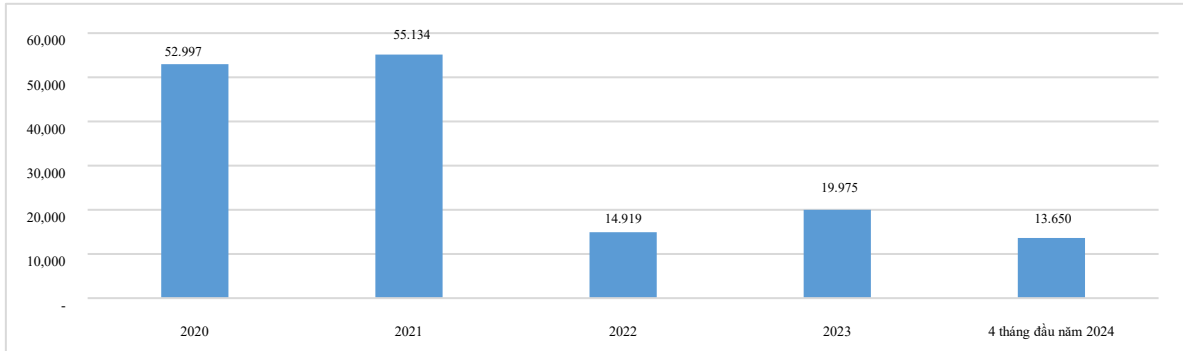
chất lượng TPDN BĐS được thể hiện ở 2 chỉ tiêu cơ bản, bao gồm: (i) Giá trị TPDN BĐS có tài sản bảo đảm (TSĐB) trên tổng giá trị TPDN BĐS phát hành: Chỉ tiêu này cho phép đo lường mức độ an toàn và khả năng xảy ra rủi ro tín dụng của trái phiếu; hệ số càng thấp thì khả năng xảy ra rủi ro tín dụng với trái phiếu càng thấp; (ii) Giá trị TPDN BĐS chậm thanh toán trên tổng giá trị TPDN BĐS phát hành: Chỉ tiêu này cho phép đo lường mức độ thực hiện cam kết của các đơn vị phát hành TPDN BĐS; hệ số càng thấp thì mức độ uy tín của đơn vị phát hành TPDN BĐS càng cao.

3. Thực trạng thị trường trái phiếu doanh nghiệp bất động sản Việt Nam

3.1. Quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp bất động sản

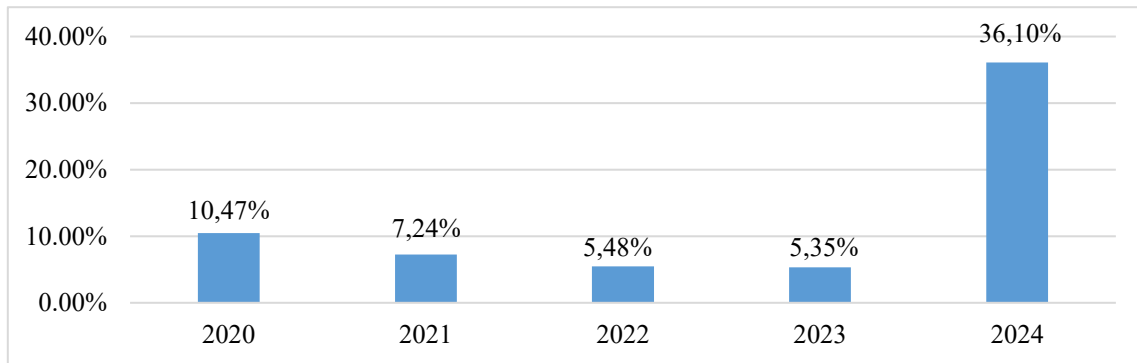
Giá trị phát hành của thị trường TPDN BĐS: Hình 1 cho thấy năm 2020 và 2021, giá trị phát hành TPDN BĐS lần lượt là 52.997 tỷ đồng và 55.134 tỷ đồng. Tuy nhiên, năm 2022 chứng kiến sự sụt giảm nghiêm trọng của giá trị phát hành TPDN BĐS khi con số này chỉ đạt 14.919 tỷ đồng ngay sau khi xảy ra vụ việc của Tập đoàn Tân Hoàng Minh. Đứng trước nguy cơ đổ vỡ niềm tin của các nhà đầu tư đối với thị trường TPDN, ngày 16/9/2022, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 65/2022/NĐ-CP nhằm sửa đổi và bổ sung một số điều của Nghị định số 153/2020/NĐ-CP, nhấn mạnh việc củng cố quản lý hoạt động phát hành trái phiếu, nhằm cải thiện chất lượng của các loại TPDN phát hành và giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư. Thêm vào đó, Nghị định 08/2023/NĐ-CP đã cung cấp khung pháp lý mà các nhà đầu tư và doanh nghiệp có thể tham gia đàm phán, cung cấp thêm thời gian cho các doanh nghiệp để điều chỉnh lại cơ cấu nợ hiện tại, từ đó mở ra cơ hội cho việc kéo dài, hoãn lại hoặc tái cấu trúc nợ với điều kiện linh hoạt hơn so với trước đây. Nhờ vậy, trong năm 2023, nhóm doanh nghiệp BĐS phát hành gần 19.975 tỷ đồng TPDN. Trong 4 tháng đầu năm 2024, giá trị phát hành TPDN BĐS đạt 13.650 tỷ đồng, cho thấy sự tăng trưởng trở lại của thị trường TPDN BĐS.

Quy mô của phát hành của thị trường TPDN BĐS so với thị trường TPDN cả nước: Hình 2 cho thấy năm 2020, tỷ trọng phát hành TPDN BĐS so với tổng giá trị phát hành TPDN cả nước đạt mức 10,47%, sau đó giảm dần về các mức 7,24%, 5,48% và 5,35% vào các năm 2021, 2022 và 2023. Tuy nhiên, 4 tháng đầu năm 2024, con số này đạt mức 36,10%, cho thấy sự tăng trưởng trở lại của giá trị phát hành TPDN BĐS.



Hình 1: Giá trị phát hành TPDN BÐS từ năm 2020 tới tháng 4/2024

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tổng hợp từ Fiinpro.

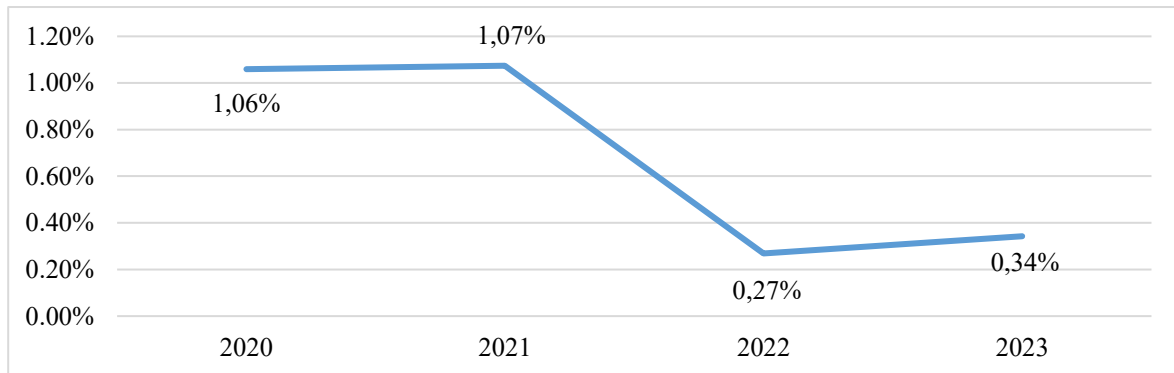


Hình 2: Quy mô của phát hành của thị trường TPDN BÐS so với thị trường TPDN cả nước giai đoạn 2020-2023

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tổng hợp từ Fiinpro.

Quy mô phát hành của thị trường TPDN BÐS so với GDP: Hình 3 cho thấy năm 2020 và 2021, tỷ trọng giá trị phát hành của thị trường TPDN BÐS đạt khoảng 1,06% và 1,07%. Sau đó, tỷ lệ này giảm mạnh về mức 0,27% và 0,34% năm 2022 và 2023. So với một số quốc gia châu

Á, quy mô thị trường TPDN BÐS nói riêng và thị trường TPDN Việt Nam nói chung còn khá nhỏ. Ở các nền kinh tế như Malaysia, Hồng Kông, Singapore và Thái Lan, thị trường TPDN lần lượt chiếm 56%, 42%, 36,5% và 22,7% so với GDP.



Hình 3: Quy mô phát hành của thị trường TPDN BÐS so với GDP giai đoạn 2020-2023

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tổng hợp từ Fiinpro.

3.2. Sự đa dạng của trái phiếu doanh nghiệp bất động sản

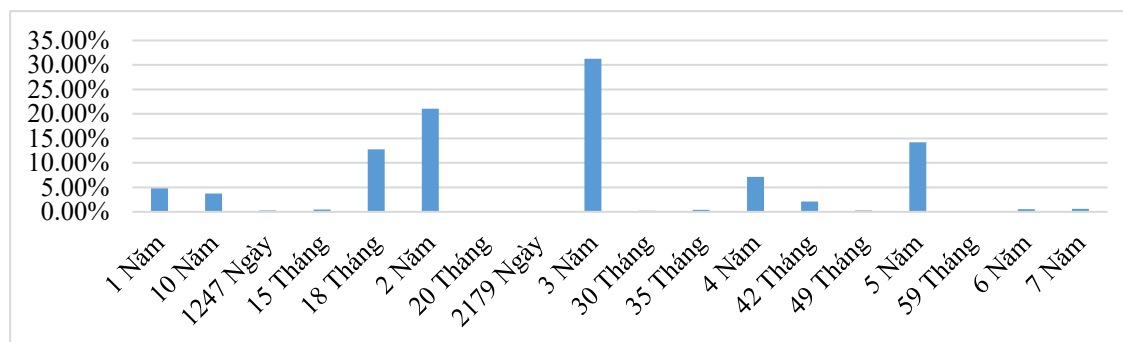
Sự đa dạng của hình thức phát hành: Mặc dù không có số liệu chính xác về tỷ trọng TPDN

BÐS phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng, nhóm nghiên cứu nhận được con số của các chuyên gia phỏng vấn cho rằng TPDN BÐS phát hành riêng lẻ chiếm tới trên 90%. Điều này

cho thấy tồn tại sự bất cân đối lớn trong cơ cấu trên thị trường TPDN BĐS.

Sự đa dạng của các kỳ hạn: Hình 4 cho thấy TPDN BĐS khá đa dạng về các kỳ hạn, từ kỳ hạn 1 năm cho tới 7 năm. Trong đó, phổ biến nhất, chiếm tỷ lệ hơn 30% là kỳ hạn 3 năm, sau đó tới kỳ hạn 2 năm (hơn 20%). Bên cạnh đó, kỳ

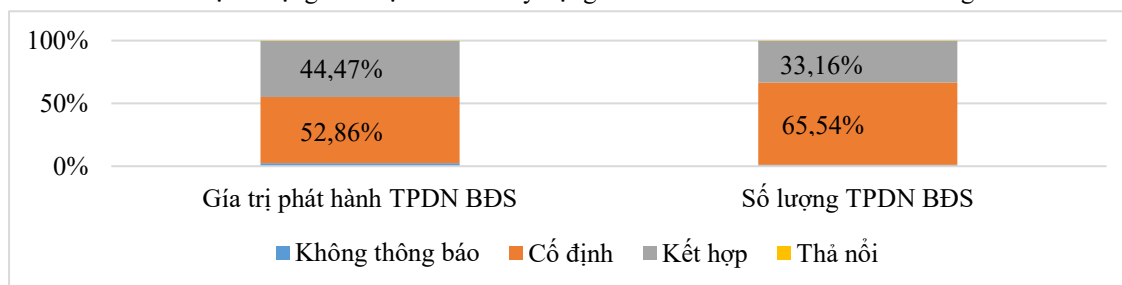
hạn 5 năm chiếm 15%, đây là mức phổ biến xếp thứ 3 của TPDN BĐS. Điều dễ nhận thấy là tồn tại sự chênh lệch về kỳ hạn trái phiếu BĐS phát hành với kỳ hạn của dự án BĐS, kỳ hạn bình quân của TPDN BĐS khoảng 3 năm, ngắn hơn kỳ hạn các dự án BĐS 4-5 năm, do đó cũng gây rủi ro cho cả tổ chức phát hành và người mua trái phiếu.



Hình 4: Sự đa dạng của các kỳ hạn TPDN BĐS từ năm 2020 tới tháng 4/2024

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tổng hợp từ Fiinpro.

Hình 5: Sự đa dạng các loại lãi suất huy động TPDN BĐS từ năm 2020 tới tháng 4/2024

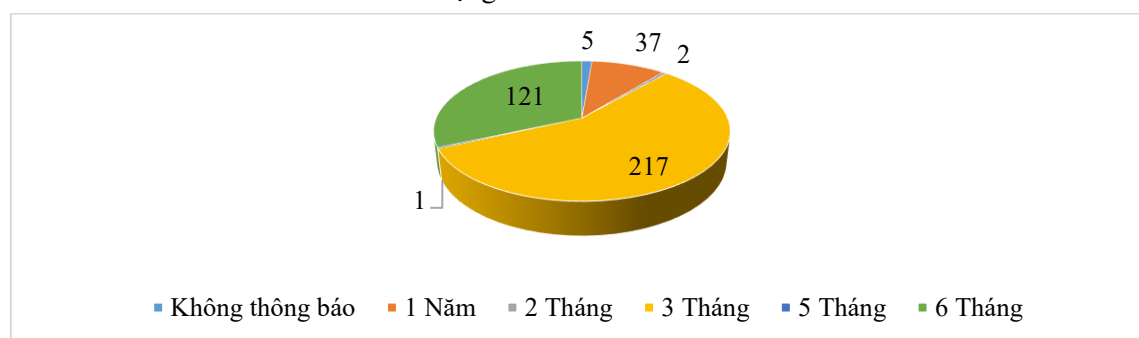


Nguồn: Nhóm nghiên cứu tổng hợp từ Fiinpro.

Sự đa dạng của các loại lãi suất huy động: Hình 5 cho thấy lãi suất thả nổi là mức phổ biến nhất trên thị trường TPDN BĐS hiện nay (chiếm 52,86% về mặt giá trị và 65,54% về mặt số lượng TPDN BĐS).

Sự đa dạng của kỳ tính lãi: Hình 6 cho thấy kỳ tính lãi của TPDN BĐS là khá đa dạng với

các kỳ hạn 2 tháng, 3 tháng, 5 tháng, 6 tháng và 1 năm. Trong đó 3 tháng là phổ biến nhất (217/383 TPDN BĐS), tiếp đến là kỳ hạn 6 tháng (121/383 TPDN BĐS). Kỳ hạn 1 năm chiếm tỷ lệ nhỏ (37/383 TPDN BĐS).



Hình 6: Sự đa dạng của kỳ tính lãi TPDN BĐS từ năm 2020 tới tháng 4/2024

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tổng hợp từ Fiinpro.

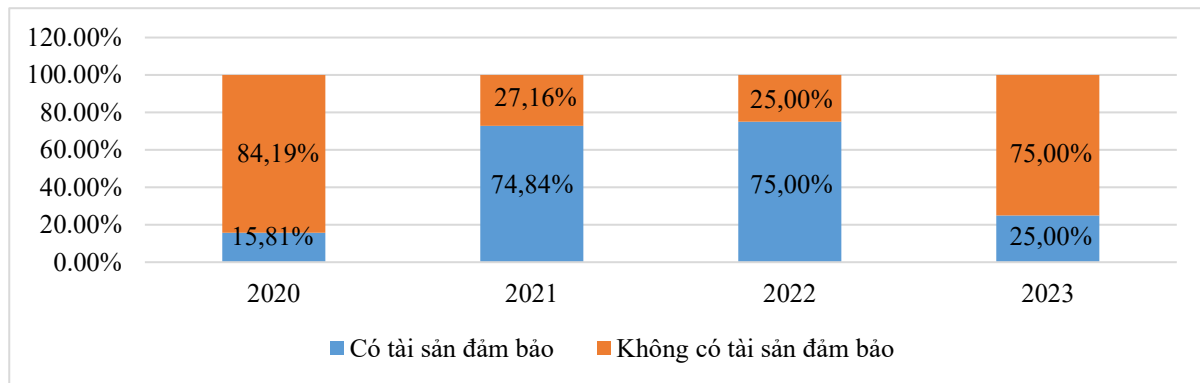
3.3. Chất lượng trái phiếu doanh nghiệp bất động sản

Giá trị TPDN BĐS có TSDB trên tổng giá trị TPDN BĐS phát hành: Hình 7 cho thấy tổng giá trị trái phiếu có tài sản đảm bảo trên tổng giá trị phát hành năm 2020, 2021 và 2022 lần lượt là 15,81%, 75,84% và 75%. Năm 2023, giá trị TPDN BĐS có TSDB trên tổng giá trị TPDN BĐS chỉ đạt mức 25%.

Bên cạnh đó, nhiều doanh nghiệp BĐS tiềm ẩn rủi ro thanh toán khi phát hành TPDN do tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, dư nợ TPDN phát hành trên vốn chủ sở hữu từ 5 lần trở lên, hoạt động kinh doanh thua lỗ trong giai đoạn 2020-2023 và

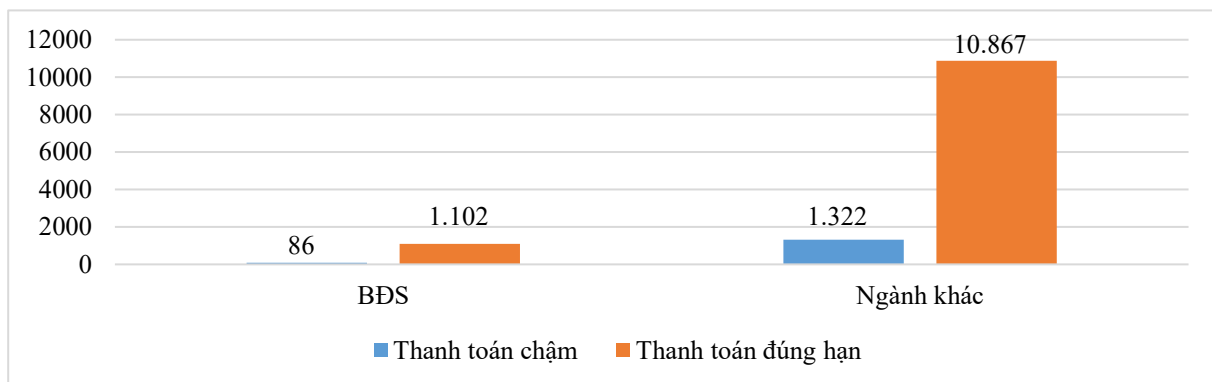
dòng tiền hoạt động kinh doanh âm. Một doanh nghiệp có quy mô rất nhỏ, hầu như không có hoạt động kinh doanh, đóng vai trò là công ty “bình phong” huy động vốn cho công ty/tập đoàn mẹ trong cùng hệ sinh thái, rất khó xác định chủ sở hữu thực sự của doanh nghiệp cũng như đường đi của dòng tiền, dẫn tới rủi ro về vốn huy động bị sử dụng sai mục đích.

Số lượng TPDN BĐS chậm thanh toán trên tổng giá trị TPDN BĐS phát hành: Hình 8 cho thấy tỷ trọng TPDN BĐS chậm thanh toán ít hơn khá nhiều. Cụ thể, có 85 trên tổng số 1.188 TPDN BĐS chậm thanh toán.



Hình 7: Giá trị TPDN BĐS có TSDB trên tổng giá trị TPDN BĐS phát hành giai đoạn 2020-2023

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tổng hợp từ Fiinpro.



Hình 8: Số lượng TPDN BĐS chậm thanh toán trên tổng giá trị TPDN BĐS phát hành từ năm 2012 tới tháng 4/2024

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tổng hợp từ Fiinpro.

4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.1. Quy mô nhỏ của thị trường trái phiếu doanh nghiệp bất động sản Việt Nam cho thấy tiềm năng phát triển của thị trường rất lớn

So với các nước trên thế giới, quy mô thị trường TPDN BĐS nói riêng và thị trường

TPDN Việt Nam nói chung là rất nhỏ, xét cả về tương quan với GDP, với toàn thị trường TPDN và với các thị trường khác như cổ phiếu hay tín dụng ngân hàng. Theo các chuyên gia kinh tế, quy mô nhỏ của thị trường TPDN BĐS Việt Nam cũng cho thấy nhu cầu đối với thị trường TPDN nói chung và TPDN BĐS nói riêng trong thời

gian tới còn rất lớn. Khi thị trường TPDN vượt qua cú vấp trong giai đoạn phát triển ban đầu thì sẽ phát triển bền vững và hướng tới mục tiêu đạt khoảng 20% GDP năm 2030. Bên cạnh đó, nhu cầu về nguồn vốn rất cao, có thể lên tới hàng chục tỷ đô-la để phát triển lĩnh vực BĐS, hạ tầng, lĩnh vực năng lượng tái tạo cũng như các hoạt động phát triển xanh, phát triển bền vững (Tran, 2025).

4.2. Tồn tại nhiều rủi ro tiềm ẩn trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp bất động sản Việt Nam

Rủi ro tiềm ẩn của thị trường TPDN BĐS được thể hiện ở các khía cạnh sau:

Thứ nhất, liên quan tới cơ cấu TPDN: Còn tồn tại sự bất cân đối lớn trong cơ cấu trên thị trường TPDN khi TPDN phát hành riêng lẻ chiếm 95-97% thị phần.

Thứ hai, rủi ro liên quan tới chất lượng TPDN: Thực tế cho thấy tồn tại nhiều trái phiếu có chất lượng TSDB kém và tỷ lệ trái phiếu không được xếp hạng tín nhiệm trên tổng giá trị phát hành chiếm gần tuyệt đối trong nhiều năm. Nguyên nhân dẫn đến vấn đề chất lượng của TSDB có thể kể đến như: (i) Chưa có chế tài, quy định xử lý các đơn vị cung cấp dịch vụ liên quan đến TSDB; (ii) Một số doanh nghiệp cung cấp dịch vụ thẩm định giá tài sản nhưng việc định giá này có thể điều chỉnh theo ý muốn của doanh nghiệp yêu cầu dịch vụ; (iii) Một số TSDB không thực sự có giá trị hoặc không có giá trị ổn định, ví dụ như TSDB là cổ phiếu của chính doanh nghiệp.

Thứ ba, sự chênh lệch kỳ hạn TPDN BĐS so với thời gian thực hiện dự án BĐS: Thực tế cho thấy kỳ hạn TPDN BĐS thường là trung hạn (3 năm), trong khi đó thời gian thực hiện dự án BĐS thường là 4-5 năm hoặc có thể kéo dài hơn do các vướng mắc về pháp lý hoặc giải phóng mặt bằng. Điều này chứa đựng nhiều rủi ro lớn cho cả tổ chức phát hành và người mua trái phiếu.

Thứ tư, rủi ro liên quan tới cơ cấu nhà đầu tư: Số liệu thực tế cho thấy quy mô của các nhà đầu tư trong nước trên thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn còn nhỏ. Đặc biệt, các tổ chức tín dụng, công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm nội địa là các nhà đầu tư chính trên thị trường trái phiếu (nắm giữ 70-75% TPDN). Các nhà đầu tư khác bao gồm bảo hiểm xã hội Việt Nam, công ty tài chính, các quỹ đầu tư... chưa tham gia nhiều trên thị trường trái phiếu. Bên cạnh đó, có rất ít quỹ đầu tư nước ngoài có mặt tại Việt Nam (phần lớn là có quy mô nhỏ) cũng hầu như không đầu tư vào trái phiếu.

Thứ năm, rủi ro liên quan tới vấn đề xung đột lợi ích trong khung khổ pháp lý trên thị trường sơ cấp và những điểm hạn chế trong mua bán nợ trên thị trường TPDN thứ cấp: Theo khung khổ pháp luật hiện nay, công ty chứng khoán vừa là tổ chức tư vấn hồ sơ phát hành TPDN, vừa có thể tổ chức đấu thầu, bảo lãnh và là đại lý phát hành trái phiếu, thực hiện dịch vụ lưu ký chứng khoán. Ngoài ra, công ty chứng khoán cũng đồng thời là nhà đầu tư (tổ chức chuyên nghiệp), đầu tư vào TPDN phát hành, hoạt động như một ngân hàng đầu tư. Về lý thuyết, xung đột lợi ích này có thể dẫn tới đảo nợ TPDN cho các doanh nghiệp yếu kém (là khách hàng của hệ thống tổ chức tín dụng). Ngoài ra, xung đột lợi ích này cũng dẫn tới tình trạng chất lượng TPDN trên thị trường sơ cấp và thứ cấp thiếu minh bạch, niềm tin thị trường suy giảm, đặc biệt trong bối cảnh số lượng các lô trái phiếu vi phạm nghĩa vụ trả nợ gia tăng. Ngoài ra, chưa có khung khổ pháp lý tốt về mua bán nợ xấu trên thị trường TPDN.

4.2. Thách thức về niềm tin của nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp bất động sản Việt Nam

Sau các vụ việc của Tân Hoàng Minh và Vạn Thịnh Phát, thị trường TPDN BĐS đối diện với thách thức về niềm tin của nhà đầu tư. Với những nỗ lực của Chính phủ, 7% trong tổng số hơn 300 tỷ trái phiếu riêng lẻ chào bán thành công năm 2023 đã được mua bởi nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp. Mặc dù là mức rất khiêm tốn so với mức trên 30% giai đoạn 2019-2022, đây là dấu hiệu đáng mừng về sự khôi phục niềm tin và sự chấp nhận rủi ro khi đầu tư sản phẩm này theo những quy định mới của Nghị định 65 về trái phiếu riêng lẻ. Tuy vậy, thị trường TPDN BĐS sẽ vẫn tiếp tục đối diện với thách thức về niềm tin của nhà đầu tư trên thị trường.

5. Kết luận và đề xuất quan điểm phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp bất động sản tại Việt Nam

Thông qua việc sử dụng dữ liệu về TPDN BĐS thu thập tại FiinPro và 3 nhóm tiêu chí bao gồm: (i) Quy mô phát hành của thị trường TPDN BĐS; (ii) Sự đa dạng của TPDN BĐS; và (iii) Chất lượng TPDN BĐS, nghiên cứu đã chỉ ra rằng quy mô của thị trường TPDN BĐS Việt Nam giai đoạn 2020-2023 là nhỏ nhưng tiềm năng phát triển của thị trường rất lớn. Tuy nhiên, thị trường TPDN BĐS Việt Nam vẫn còn tồn tại nhiều rủi ro tiềm ẩn, đặc biệt là thách thức liên

quan tới niềm tin của nhà đầu tư trên thị trường. Trên cơ sở phân tích thực trạng thị trường TPDN BĐS trong giai đoạn vừa qua, nhóm nghiên cứu đề xuất quan điểm phát triển thị trường TPDN BĐS như sau: Thứ nhất, thị trường TPDN BĐS đóng vai trò rất quan trọng đối với sự phát triển kinh tế và phát triển bền vững của quốc gia. Thứ hai, phát triển thị trường TPDN BĐS nên gắn liền với sự ổn định của thị trường BĐS, thị trường BĐS được coi là thị trường cơ sở cho sự phát triển của thị trường TPDN BĐS. Thứ ba, phát triển thị trường TPDN BĐS nên thận trọng đi vào “chiều sâu” trước khi đi vào “chiều rộng”. Thứ tư, đa dạng hóa các nhà đầu tư là việc rất quan trọng để phát triển thị trường TPDN nói chung và thị trường TPDN BĐS nói riêng. Bên cạnh các ngân hàng thương mại, Việt Nam cần phát triển các nhà đầu tư như công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí, đặc biệt là quỹ bảo hiểm xã hội. Cuối cùng, trong ngắn hạn ưu tiên hàng đầu là xây dựng niềm tin trên thị trường vốn.

Tài liệu tham khảo

- Andritzky, J. R. (2000). Capital market development in a small country. *Monetary and Capital Market Department – IMF*.
<https://www.imf.org/en/Publications/miscellaneous-publications/Issues/2022/01/18/monetary-and-capital-markets-department-technical-assistance-handbook>
- Dang, A. T., Pham, D. L., Trinh, N. Q.A, Do, K. N, Phan, T. T. (2023). Impact of information disclosure on financial risks of listed real estate companies in Vietnam, *VNU Journal of Economics and Business*, 3(2), 30-39,
<https://doi.org/10.57110/vnujeb.v3i2.159>
- Huyen, N. (2023). Real estate plays an important role in the national economy. *VnEconomy*.
<https://vneconomy.vn/bat-dong-san-dong-vai-tro-quan-trong-trong-nen-kinh-te-quoc-dan.htm>
- Le, A. (2025). Resolution 68: An important driving force for the breakthrough development of the real estate market in the new cycle. *People's Electronic Newspaper*.
<https://nhandan.vn/nghe-quyet-68-dong-luc-quan-trong-thuc-day-su-phat-trien-dot-pha-cua-thi-truong-bat-dong-san-trong-chu-ky-moi-post879073.html>
- Le, P. L., Nguyen, T. U., Pham, T. T. V., Pham, T. H., & Nguyen, S. B. (2023). Impact of monetary policies on the real estate bubble in Hanoi, Vietnam. *Investment Management and Financial Innovations*, 20(1), 228-237.
[https://doi.org/10.21511/imfi.20\(1\).2023.20](https://doi.org/10.21511/imfi.20(1).2023.20)
- Ngo, T. H., & Nguyen, T. S. (2023). Impact of capital structure on the profitability of real estate firms listed on Hanoi stock exchange amid Covid-19. *Journal of Economic and Banking Studies*, 5, 16-29.
<https://vjol.info.vn/index.php/TCHVN-Hanoi/article/view/80747>
- Ngo, T. H., & Nguyen, T. T. L. (2020). Factors affecting the profitability of Vietnamese real estate enterprises: Application of random effects and fixed effects models. *Journal of Banking Science & Training*, 223, 13-25.
https://hvn.edu.vn/medias/tapchi/vi/12.2020/system/archivedate/13c7e1af_Bài%20của%20Ngô%20Thị%20Hằng,%20Nguyễn%20Thị%20Thùy%20Lin h.pdf
- Nguyen, T. M. L., & Bui, N. T. (2020). The financial development and the real estate market in Viet Nam: A study in case of the global financial crisis. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 8(2), 960-971.
<https://ideas.repec.org/a/ssi/jouesi/v8y2020i2p960-971.html>
- Nguyen, T. M. L., Bui, N. T., & Nguyen, Q. T. (2019). Relationships between real estate markets and economic growth in Vietnam. *Journal of Asian Finance Economics and Business*, 6(1), 121-131.
<https://www.acash.org.pk/wp-content/uploads/2024/11/Vietnam-Relationships-between-Real-Estate-Markets-and-Economic-Growth-in-Vietnam.pdf>
- Nguyen, T. M. P. (2021). Factors affecting the efficiency of Vietnamese real estate enterprises. *Journal of Science and Technology*, 51, 169-176.
http://113.165.166.110:81/bitstream/DL_134679/31027/1/CVv449V51S32021169.pdf
- Pham, Q. D. (2023). The role of the real estate market in the economy and solutions to stabilize the market in Vietnam. *Journal of Economic and Forecast*, 10, 11-14. <https://tapchitaichinh.vn/vai-tro-cua-thi-truong-bat-dong-san-trong-nen-kinh-te-va-giai-phap-on-dinh-thi-truong-tai-viet-nam.html>
- To, L. P. , & Nguyen, T. H. T. (2021). Impact of cash flow management on shareholder value of listed real estate companies in Vietnam. *VNU Journal of Economics and Business*, 10 (3).
<https://js.vnu.edu.vn/EAB/article/view/4584>
- Tran, T. T. (2025). Key resources for "green growth" goals. *Journal of Financial Markets and Money*.
<https://thitruongtaichinhthiente.vn/nguon-luc-quan-trong-cho-cac-muc-tieu-tang-truong-xanh-66645.html>
- World Bank. (2012). *Turkey corporate bond market development: Priorities and challenges*.
<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/12439?show=full>