TÁC ĐỘNG CỦA YẾU TỐ VĨ MÔ ĐẾN TĂNG TRƯỞNG THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ ĐỊNH HƯỚNG NGHIÊN CỨU

ThS. Phạm Tiến Đức* - ThS. Đặng Việt Hùng**

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) ngày càng đóng vai trò quan trọng, góp phần đa dạng hóa kênh huy động vốn trung và dài hạn cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, sự tăng trưởng của thị trường này chịu ảnh hưởng mạnh từ các điều kiện kinh tế vĩ mô và chính sách điều hành. Nghiên cứu này tổng hợp thực trạng của thị trường Trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam trong thời gian qua, đồng thời chỉ ra một số lý thuyết nền tảng cho việc nghiên cứu các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến sự tăng trưởng thị trường Trái phiếu doanh nghiệp.

• Từ khóa: *trái phiếu doanh nghiệp, yếu tố vĩ mô, thị trường vốn, huy động vốn, chính sách tiền tệ.*

The corporate bond market is playing an increasingly important role, contributing to the diversification of medium and long-term capital mobilization channels for businesses. However, the growth of this market is strongly influenced by macroeconomic conditions and monetary policy. This study summarizes the current state of the corporate bond market in Vietnam over the past period, and also points out some fundamental theories for studying the macroeconomic factors affecting the growth of the corporate bond market.

• Key words: *corporate bonds, macroeconomic factors, capital market, capital mobilization, monetary policy.*

Ngày nhận bài: 20/10/2025
Ngày gửi phản biện: 18/01/2026
Ngày duyệt đăng: 16/02/2026

DOI:

Đặt vấn đề: Thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam được hình thành vào khoảng năm 2000 và bắt đầu phát triển mạnh mẽ từ năm 2011 khi Chính phủ Việt Nam ban hành văn bản hướng dẫn về phát hành trái phiếu doanh nghiệp, đồng thời công nhận đây là một trong những nguồn vốn chính trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Đến nay Thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) ngày càng đóng vai trò quan trọng trong cấu trúc tài chính của Việt Nam, góp phần đa dạng hóa kênh huy động vốn trung và dài hạn cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, sự tăng trưởng của thị trường này chịu ảnh hưởng mạnh từ các điều kiện kinh tế vĩ mô và chính sách điều hành. Vì thế nghiên cứu cơ sở lý thuyết, tổng hợp thực trạng là nội dung cần thiết để có định hướng cho các nghiên cứu về tác động của các yếu tố vĩ mô đến tăng trưởng thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Lý thuyết phát triển tài chính

Lý thuyết phát triển tài chính cho rằng mức độ phát triển của hệ thống tài chính có mối quan hệ chặt chẽ với tăng trưởng kinh tế dài hạn thông qua các kênh phân bổ vốn, quản trị rủi ro và giám sát doanh nghiệp. Theo Levine (1997), hệ thống tài chính thực hiện năm chức năng cốt lõi: (i) huy động tiết kiệm, (ii) phân bổ vốn, (iii) giám sát doanh nghiệp, (iv) quản trị rủi ro và (v) tạo điều kiện trao đổi. Trong đó, thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) là một cấu phần quan trọng của chức năng phân bổ vốn và chia sẻ rủi ro.

Beck và Levine (2002) nhấn mạnh rằng không chỉ quy mô mà cấu trúc của hệ thống tài chính (bank-based vs. market-based) cũng ảnh hưởng đến hiệu quả tăng trưởng. Trong các nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam, hệ thống tài chính truyền thống dựa vào ngân hàng chiếm ưu thế, dẫn đến tình trạng "financial repression" (McKinnon, 1973), trong đó lãi suất và phân bổ tín dụng chịu kiểm soát hành chính. Sự phát triển của thị trường TPDN được xem là bước tiến quan trọng nhằm giảm phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng và nâng cao tính thị trường của hệ thống tài chính.

Như vậy, các yếu tố vĩ mô như tăng trưởng GDP, lạm phát và chính sách tiền tệ ảnh hưởng trực tiếp đến độ sâu tài chính (financial depth), từ đó tác động đến quy mô và tốc độ tăng trưởng thị trường trái phiếu.

2.2. Lý thuyết trung gian tài chính và cấu trúc tài chính

Theo lý thuyết trung gian tài chính, ngân hàng tồn tại do có khả năng giảm chi phí thông tin và chi phí giao dịch (Diamond, 1984). Tuy nhiên, khi thị trường vốn phát triển, doanh nghiệp có thể tiếp cận trực tiếp nhà đầu tư thông qua phát hành trái phiếu, làm giảm vai trò độc quyền của ngân hàng.

Boot và Thakor (2000) cho rằng tồn tại mối quan hệ động giữa ngân hàng và thị trường vốn: khi cạnh tranh gia tăng và thông tin minh bạch hơn, doanh nghiệp lớn và có

** Tổng công ty Đầu tư và Phát triển nhà Hà Nội*
*** Học viện Tài chính*

uy tín sẽ chuyển sang huy động vốn qua trái phiếu thay vì vay ngân hàng. Điều này dẫn đến "hiệu ứng thay thế" giữa tín dụng ngân hàng và phát hành trái phiếu.

Ngược lại, trong giai đoạn khủng hoảng hoặc thắt chặt tiền tệ, thị trường trái phiếu có thể suy giảm mạnh hơn tín dụng ngân hàng do tâm lý nhà đầu tư và rủi ro thanh khoản, thể hiện tính chu kỳ cao hơn của kênh vốn thị trường.

Trong bối cảnh Việt Nam, nơi hệ thống ngân hàng vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản tài chính, mối quan hệ giữa tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng TPDN có thể mang tính thay thế từng phần. Đây là cơ sở lý thuyết cho giả thuyết nghiên cứu về tác động của tăng trưởng tín dụng đến tăng trưởng thị trường TPDN.

2.3. Lý thuyết chu kỳ kinh tế và giả thuyết bất ổn tài chính

Theo quan điểm chu kỳ kinh tế, nhu cầu huy động vốn doanh nghiệp phụ thuộc vào pha của chu kỳ tăng trưởng. Trong giai đoạn mở rộng, kỳ vọng lợi nhuận tăng, doanh nghiệp mở rộng đầu tư và gia tăng phát hành trái phiếu (Fama, 1981). Ngược lại, trong giai đoạn suy thoái hoặc thắt chặt tiền tệ, chi phí vốn tăng và rủi ro vỡ nợ cao hơn, làm giảm phát hành.

Minsky (1986) với giả thuyết bất ổn tài chính (Financial Instability Hypothesis) cho rằng trong thời kỳ tăng trưởng kéo dài, doanh nghiệp có xu hướng gia tăng đòn bẩy tài chính từ "tài chính phòng hộ - hedge finance" sang "tài chính đầu cơ - speculative finance". Điều này có thể giải thích hiện tượng bùng nổ phát hành TPDN trong giai đoạn thanh khoản dồi dào, sau đó là điều chỉnh mạnh khi điều kiện tiền tệ đảo chiều.

Cố thể thấy: lãi suất và cung tiền đóng vai trò trung tâm trong việc điều tiết quy mô thị trường trái phiếu thông qua kênh chi phí vốn và thanh khoản.

2.4. Lý thuyết kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ

Theo Bernanke và Gertler (1995), chính sách tiền tệ tác động đến nền kinh tế thông qua kênh lãi suất và kênh tín dụng. Khi ngân hàng trung ương nới lỏng tiền tệ (tăng cung tiền, giảm lãi suất), chi phí vốn giảm và thanh khoản thị trường tăng, tạo điều kiện thuận lợi cho phát hành trái phiếu.

Ngược lại, khi chính sách tiền tệ thắt chặt, lãi suất tăng làm: Tăng chi phí phát hành trái phiếu, giảm cầu đầu tư trái phiếu và gia tăng rủi ro thanh khoản.

Trong điều kiện lạm phát cao, nhà đầu tư yêu cầu phần bù rủi ro lớn hơn (inflation risk premium), làm tăng lãi suất danh nghĩa trái phiếu và giảm khối lượng phát hành (Burger & Warnock, 2006).

Do đó, các yếu tố vĩ mô như lạm phát, lãi suất cho vay và cung tiền M2 có cơ sở lý thuyết rõ ràng trong việc giải thích biến động tăng trưởng thị trường TPDN.

2.5. Lý thuyết rủi ro vĩ mô và bất ổn tỷ giá

Theo lý thuyết rủi ro quốc gia, biến động tỷ giá phản ánh mức độ bất ổn kinh tế vĩ mô và có thể làm gia tăng chi phí vốn của doanh nghiệp, đặc biệt với doanh nghiệp có nghĩa vụ nợ ngoại tệ (Eichengreen & Hausmann, 1999). Biến động tỷ giá cao làm tăng yêu cầu lợi suất của nhà đầu tư, giảm cầu trái phiếu nội địa.

Ở các nền kinh tế mới nổi, phát triển thị trường trái phiếu nội tệ phụ thuộc mạnh vào ổn định vĩ mô và niềm tin nhà đầu tư quốc tế (Eichengreen & Luengnaruemitchai, 2004). Vì vậy, biến Tỷ giá trong mô hình nghiên cứu đại diện cho mức độ ổn định kinh tế vĩ mô tổng thể.

3. Tổng quan thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam

Năm 1994 được xem là năm khởi đầu của nền móng thị trường trái phiếu với những văn bản pháp lý ban hành đầu tiên liên quan đến việc phát hành trái phiếu, cổ phiếu cho các doanh nghiệp nhà nước, minh chứng qua Quyết định 212/QĐ/NH1 ngày 22/9/1994 do Thống đốc Ngân hàng nhà nước ban hành. Tại giai đoạn sơ khai từ 1994-2005, chủ yếu các doanh nghiệp nhà nước thực hiện phát hành trái phiếu như Tổng công ty xi măng Việt Nam, công ty tài chính dầu khí (2003), Tổng công ty điện lực Việt Nam (2003) và 2 công ty cổ phần là Công ty cổ phần cơ điện lạnh và Công ty cổ phần Cơ điện công nghệ thông tin.

Thị trường TPDN chỉ bước đầu phát triển kể từ năm 2006, thực hiện hiện cam kết của WTO về mở cửa thị trường tài chính, Nghị định 52/2006/NĐ-CP về phát hành trái phiếu doanh nghiệp được ban hành. Ngay sau khi Nghị định có hiệu lực, thị trường chứng kiến sự tăng trưởng về quy mô phát hành trái phiếu ngay tức thì vào năm 2006. Tuy nhiên Nghị định 52/2006/NĐ-CP chưa thực sự coi TPDN là kênh huy động vốn quan trọng mà chỉ coi như là kênh bổ trợ, vì thế các quy định về điều kiện phát hành, phương thức phát hành và đối tượng phát hành đều chưa phân định rõ mà chỉ đề cập chung chung.

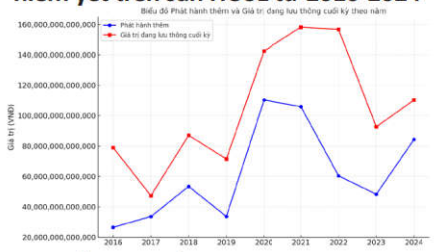
Sau giai đoạn đầu của việc hình thành, thị trường TPDN bắt đầu bước vào giai đoạn phát triển từ năm 2011 bởi trong năm này Chính phủ mới chính thức xác lập Trái phiếu doanh nghiệp là một kênh huy động vốn quan trọng bên cạnh tín dụng ngân hàng, thông qua việc ban hành Nghị định số 90/2011/NĐ-CP. Giá trị TPDN phát hành trong giai đoạn từ 2011-2017 tăng trưởng theo từng năm đạt 349.928 tỷ đồng, quy mô thị trường tăng trưởng bình quân 26%/năm và phát hành TPDN riêng lẻ là chủ yếu (theo báo cáo thường niên của Hiệp hội thị trường Trái phiếu Việt Nam, 2024).

Sau 7 năm thực hiện chính sách nói trên, thị trường TPDN đã có những bước phát triển quan trọng. Trái phiếu doanh nghiệp nhận được sự quan tâm chú ý từ cơ quan nhà nước với các văn bản liên tục được cập nhật sửa đổi, các nhà đầu tư riêng lẻ. Từ cuối năm 2020, các quy định pháp lý tiếp tục được sửa đổi, bổ sung theo hướng thúc đẩy phát triển thị trường, dựa nhiều hơn vào cơ chế thị trường, đặc biệt thông qua việc nới lỏng điều kiện phát hành riêng lẻ, phát hành thông qua các trung gian tài chính. Văn bản minh chứng cho nhận định này chính là 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. Nghị định không đặt ra yêu cầu về thời gian hoạt động tối thiểu của doanh nghiệp phát hành, không yêu cầu doanh nghiệp phải có lãi trong năm liền trước, không bắt buộc xếp hạng tín nhiệm và không đặt ra các chỉ tiêu an toàn tài chính làm điều kiện phát hành. Về phía nhà đầu tư, mặc dù đối tượng mua trái phiếu riêng lẻ bị giới hạn là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, nhưng văn bản không có tiêu chuẩn xác định nhà đầu tư chuyên nghiệp. Do vậy tạo điều kiện nhà đầu tư tham gia thị trường trái phiếu. Thị trường TPDN trong giai đoạn từ 2018-2020 tăng trưởng về quy mô phát hành bình quân 51.4% hằng năm (theo báo cáo 2024, HIệp hội chứng khoán Việt Nam).

Như vậy, thị trường TPDN qua thời gian đã cho thấy sự tăng trưởng hằng năm của quy mô phát hành nhưng khi xem xét kỹ hơn, thì có thể thấy tỷ lệ doanh nghiệp lựa chọn phát hành trái phiếu so với các kênh huy động vốn khác vẫn chưa đủ lớn. Tính riêng trên Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, trong tổng số 356 công ty niêm yết trên sàn HOSE cho giai đoạn 2016-2024 (9 năm), dữ liệu cho thấy chỉ có có 325 mã công ty thực hiện tăng vốn từ nhiều hình thức khác nhau như phát hành thêm cổ phiếu, bổ sung lợi nhuận hoặc phát hành trái phiếu. Trong đó, chỉ có 100 Công ty đã thực hiện phát hành trái phiếu để huy động vốn hàng năm trong giai đoạn này.

Biểu đồ 1: Xu hướng giá trị trái phiếu lưu thông và giá trị trái phiếu phát hành thêm của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE từ 2016-2024



Nguồn: Tác giả thống kê dựa vào báo cáo tài chính của doanh nghiệp

Biểu đồ 1 cho thấy từ năm 2016 đến 2024, diễn biến của lượng trái phiếu phát hành thêm và giá trị đang lưu thông cuối kỳ cho thấy sự thay đổi đáng chú ý theo từng giai đoạn phản ánh rõ nét mối quan hệ đồng biến giữa phát hành thêm và giá trị lưu thông, với những biến động phù hợp với bối cảnh kinh tế vĩ mô từng thời kỳ. Ví dụ năm 2020-2021 nền kinh tế trong bối cảnh dịch Covid-19 do vậy các chính sách tài khóa và tiền tệ mở rộng để hỗ trợ nền kinh tế kéo theo lượng phát hành tăng vọt.

Trên cơ sở thực trạng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp theo tiến trình thời gian như phân tích trên đã cho thấy vai trò của các yếu tố vĩ mô, từ các chính sách kinh tế nói riêng đến sự biến động của nền kinh tế nói chung đều có ảnh hưởng tới sự tăng trưởng của thị trường TPDN.

4. Định hướng nghiên cứu

Cơ sở lý thuyết nền tảng và thực trạng thị trường TPDN ở Việt Nam đều chỉ ra, cho thấy mối quan hệ giữa các yếu tố vĩ mô và tăng trưởng thị trường Trái phiếu doanh nghiệp. Tuy nhiên mỗi lý thuyết nghiên cứu một/một số yếu tố vĩ mô đồng thời chưa có kết quả đồng nhất về ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô đó tới sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Trong bối cảnh Việt Nam hướng tới mục tiêu phát triển thị trường tài chính cân bằng và bền vững đến năm 2030, việc duy trì ổn định kinh tế vĩ mô, nâng cao minh bạch thị trường và tăng cường điều phối chính sách là điều kiện then chốt để thị trường TPDN phát triển lành mạnh. Vì thế, nghiên cứu, xác định các yếu tố vĩ mô chủ yếu ảnh hưởng đến tăng trưởng thị trường TPDN Việt Nam, đo lường mức độ và chiều hướng tác động của các yếu tố này trên cơ sở đó đề xuất hàm ý chính sách nhằm phát triển thị trường TPDN bền vững là định hướng các nghiên cứu tiếp theo cần thực hiện. Theo định hướng này, có thể xây dựng phương trình tuyến tính đánh giá mối quan hệ giữa các yếu tố vĩ mô với tăng trưởng thị trường TPDN; có thể có sự so sánh giữa các quốc gia trong khu vực để từ đó có cái nhìn tổng quát về ảnh hưởng của điều kiện kinh tế vĩ mô tới sự tăng trưởng của thị trường TPDN. Tuy nhiên, các nghiên cứu tiếp theo cũng cần phải làm rõ sự phát triển của thị trường ở cấp độ nào, nếu ở cấp độ thị trường sơ cấp thì sự phát triển của thị trường được thể hiện qua tăng trưởng về quy mô phát hành của các doanh nghiệp, về số lượng các doanh nghiệp phát hành. Trong khi đó sự tăng trưởng ở cấp độ thị trường thứ cấp thì sự phát triển có thể được đo lường qua khối lượng trái phiếu được giao dịch, tính thanh khoản của thị trường. Cũng cần lưu ý: mỗi một thước đo khác nhau có thể dẫn đến những đánh giá, nhận định khác nhau. Cuối cùng, nghiên cứu có thể cân nhắc đến tác động điều tiết của đặc điểm khác từ trong nội tại của doanh nghiệp để xem xét chiều sâu của của mối quan hệ thống kê.

Kết luận

Trong tiến trình tái cấu trúc hệ thống tài chính, Việt Nam từng bước chuyển dịch từ mô hình tài chính dựa vào ngân hàng sang mô hình cân bằng hơn giữa ngân hàng và thị trường vốn. Thị trường TPDN được xem là một trụ cột quan trọng trong cấu trúc này. Thị trường TPDN cần trở thành kênh dẫn vốn trung và dài hạn chủ đạo, giảm áp lực cho hệ thống ngân hàng.

Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu biến động, lãi suất quốc tế tăng cao, áp lực lạm phát và biến động tỷ giá, nghiên cứu này góp phần khẳng định: việc phân tích tác động của các yếu tố vĩ mô đến thị trường TPDN không chỉ có ý nghĩa học thuật mà còn mang tính thực tiễn cao trong hoạch định chính sách.

Tài liệu tham khảo:

Beck, T. & Levine, R., 2002. Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter? Journal of Financial Economics, 64(2), pp.147-180.

Bernanke, B. & Gertler, M., 1995. Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission. Journal of Economic Perspectives, 9(4), pp.27-48.

Boot, A. & Thakor, A., 2000. Can relationship banking survive competition? Journal of Finance, 55(2), pp.679-713.

Burger, J. & Warnock, F., 2006. Local currency bond markets. IMF Staff Papers, 53, pp.133-146.

Eichengreen, B. & Luengnaruemitchai, P., 2004. Why doesn't Asia have bigger bond markets? NBER Working Paper No. 10576.

Fama, E., 1981. Stock returns, real activity, inflation and money. American Economic Review, 71(4), pp.545-565.

Levine, R., 1997. Financial development and economic growth: Views and agenda. Journal of Economic Literature, 35(2), pp.688-726.

Minsky, H., 1986. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven: Yale University Press.

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, 2012-2024. Báo cáo thường niên. Hà Nội.

Tổng cục Thống kê, 2012-2024. Niên giám thống kê. Hà Nội.

Bộ Tài chính, 2022. Nghị định 65/2022/NĐ-CP về phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Hà Nội.

Báo cáo thường niên (2024) Hiệp hội thị trường Trái phiếu Việt Nam.

Một số văn bản quy phạm pháp luật: Quốc hội (2014): Luật Chứng Khoán năm 2019 số 54/2019/QH14; Chính phủ (2018): Nghị định 163/2018/NĐ-CP.