PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU CÔNG CHÚNG CHO DOANH NGHIỆP DỰ ÁN PPP: ĐÁNH GIÁ CƠ SỞ HÌNH THÀNH, HIỆU ỨNG KINH TẾ - TÀI CHÍNH VÀ ĐỀ XUẤT HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH

PGS.TS. Võ Thị Vân Khánh*

Nhu cầu vốn dài hạn cho phát triển hạ tầng đang gia tăng mạnh trong bối cảnh Việt Nam mở rộng các dự án quy mô lớn theo mô hình đối tác công tư (PPP). Khi dư địa tín dụng ngân hàng thu hẹp, phát hành trái phiếu công chúng bởi doanh nghiệp dự án trở thành một kênh huy động vốn quan trọng nhằm đa dạng hóa nguồn tài trợ. Nghiên cứu này đánh giá khả năng áp dụng trái phiếu công chúng cho doanh nghiệp dự án PPP thông qua phân tích nền tảng chính trị, pháp lý của dự thảo Nghị định về chào bán trái phiếu công chúng cho doanh nghiệp (DN) dự án PPP (đang được Bộ Tài chính lấy ý kiến, từ ngày 14 tháng 5 năm 2026), đồng thời xem xét tác động kinh tế vĩ mô, tài chính DN, thị trường vốn và an sinh xã hội khi khung khổ này được triển khai. Phương pháp nghiên cứu sử dụng phân tích định tính từ hệ thống văn bản pháp luật, kết hợp so sánh kinh nghiệm quốc tế và tiếp cận đa chiều nhằm nhận diện đồng thời lợi ích và rủi ro chính sách. Kết quả nghiên cứu đề xuất hoàn thiện khung pháp lý, tăng cường xếp hạng tín nhiệm, phát triển nhà đầu tư dài hạn và thiết kế cơ chế hỗ trợ Nhà nước đối với các dự án chiến lược. Đóng góp chính là làm rõ vai trò trái phiếu công chúng trong cấu trúc tài trợ PPP tại Việt Nam và xác định điều kiện hình thành thị trường trái phiếu bền vững.

• Từ khóa: *đối tác công tư (PPP); trái phiếu dự án; tài trợ hạ tầng; thị trường trái phiếu DN; phát hành ra công chúng.*

Demand for long-term capital for infrastructure development is increasing rapidly as Vietnam expands large-scale projects under the Public-Private Partnership (PPP) model. As bank credit capacity becomes increasingly constrained, public bond issuance by project enterprises has emerged as an important financing channel to diversify funding sources. This study assesses the feasibility of applying public bonds to PPP project enterprises through an analysis of the political and legal foundations of the draft Decree on public offering of bonds for PPP project enterprises (currently under consultation by the Ministry of Finance as of 14 May 2026), while also examining macroeconomic, corporate finance, capital market, and social welfare impacts once the framework is implemented. The research adopts a qualitative approach based on legal documents, combined with international comparative analysis and a multidimensional perspective to identify both policy benefits and risks. The findings propose improvements to the legal framework, strengthening credit rating systems, developing long-term institutional investors, and designing state support mechanisms for strategic projects. The main contribution is to clarify the role of public bonds in Vietnam's PPP financing structure and to identify conditions for developing a sustainable bond market.

• Key words: *PPP; project bonds; infrastructure financing; corporate bond market; public offering.*

Ngày nhận bài: 07/3/2026
Ngày gửi phản biện: 26/4/2026
Ngày duyệt đăng: 29/5/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i314.01

1. Giới thiệu

Hạ tầng kinh tế xã hội luôn giữ vai trò xương sống của tăng trưởng dài hạn, đặc biệt trong giai đoạn Việt Nam đẩy mạnh hiện đại hóa và mở rộng không gian phát triển. Theo ước tính của World Bank (2022), nhu cầu vốn đầu tư hạ tầng của Việt Nam trong thời kỳ 2025-2040 có thể đạt 30-40 tỷ USD mỗi năm. Đây là mức nhu cầu vượt xa khả năng đáp ứng của ngân sách nhà nước và hệ thống tín dụng truyền thống, nhất là khi các tổ chức tín dụng phải tuân thủ nghiêm ngặt các chuẩn mực an toàn vốn và quản trị rủi ro kỳ hạn.

Trong bối cảnh đó, mô hình đối tác công tư (PPP) tiếp tục được xem là một cấu phần quan trọng nhằm huy động nguồn lực xã hội cho hạ tầng quy mô lớn. Tuy vậy, việc phụ thuộc quá nhiều vào tín dụng ngân hàng khiến cấu trúc tài trợ PPP trở nên thiếu bền vững, đặc biệt với các dự án có thời gian thu hồi vốn kéo dài như đường sắt tốc độ cao, cao tốc liên vùng, năng lượng tái tạo hay hạ tầng số. Dự thảo Nghị định về chào bán trái phiếu công chúng cho DN dự án PPP do Bộ Tài chính chủ trì soạn

** Học viện Tài chính; email: vothivankhanh@hvtc.edu.vn*

thảo đang lấy ý kiến từ ngày 14/5/2026 (https://www.mof.gov.vn/bo-tai-chinh) được thiết kế nhằm hình thành hành lang pháp lý đầy đủ cho kênh huy động vốn trên thị trường vốn, qua đó giảm dần áp lực đối với khu vực ngân hàng, đồng thời tạo nền tảng cho một dòng vốn dài hạn, ổn định và có tính thị trường cao hơn.

2. Cơ sở chính trị - pháp lý

Cơ sở chính trị

Các chủ trương lớn của Đảng và Nhà nước trong giai đoạn gần đây thể hiện rõ mục tiêu phát triển một hệ thống tài chính hoàn chỉnh, đủ khả năng phân bổ vốn cho các chương trình hạ tầng hướng tới tăng trưởng bền vững. Văn kiện Đại hội XIII xác định nhiệm vụ thúc đẩy thị trường tài chính, chứng khoán phát triển đồng bộ, coi đây là điều kiện để mở rộng quy mô vốn cho phát triển. Kết luận 49-KL/TW (2023) nêu rõ yêu cầu huy động mạnh mẽ nguồn lực ngoài ngân sách cho hạ tầng giao thông, trong đó PPP là giải pháp chủ đạo.

Cùng với đó, Nghị quyết 68-NQ/TW (2025) đặt trọng tâm vào việc tạo điều kiện để khu vực tư nhân tiếp cận nguồn vốn dài hạn; còn Quyết định 1726/QĐ-TTg (2023) của Thủ tướng Chính phủ đặt mục tiêu nâng quy mô dư nợ trái phiếu lên mức 47-58% GDP vào giai đoạn 2025-2030. Tập hợp các chủ trương này tạo thành nền tảng chính trị vững chắc, cho phép triển khai các quy định chuyên sâu và đặc thù như trái phiếu công chúng của DN dự án PPP.

Cơ sở pháp lý

Hệ thống pháp lý hiện hành cung cấp khung nền tảng để xây dựng Nghị định. Luật Chứng khoán 2019 quy định chi tiết về phát hành ra công chúng, công bố thông tin và giám sát thị trường; Luật DN 2020 và các sửa đổi những năm 2022, 2025 thiết lập chuẩn mực quản trị và yêu cầu về nghĩa vụ tài chính; còn Luật PPP 2020 tạo khung pháp lý cho việc lựa chọn, quản lý và triển khai dự án PPP.

Ngoài ra, Nghị quyết 01/NQ-CP (2026) về nhiệm vụ phát triển kinh tế xã hội nhấn mạnh yêu cầu hoàn thiện thể chế nhằm nâng cao hiệu quả huy động vốn cho hạ tầng chiến lược. Vì vậy, việc soạn thảo nghị định chuyên biệt về trái phiếu PPP không chỉ nhằm phù hợp hóa các đạo luật hiện hành mà còn thực hiện nghĩa vụ thể chế hóa các chủ trương cấp chiến lược.

3. Cơ sở thực tiễn

Thực tiễn triển khai các dự án đối tác công - tư (PPP) tại Việt Nam cho thấy bài toán vốn dài hạn vẫn đang là điểm nghẽn then chốt quyết định tốc độ và chất lượng đầu tư hạ tầng. Theo Báo cáo PPP quốc gia năm 2024 của MPI, khoảng 70% tổng nhu cầu vốn của các dự án PPP hiện nay vẫn dựa vào tín dụng ngân hàng. Tỷ lệ phụ thuộc quá lớn này khiến mô hình PPP dễ tổn thương trước các biến động vĩ mô, nhất là khi các ngân hàng đang phải tuân thủ chuẩn Basel II - III, thu hẹp khả năng cho vay dài hạn và thắt chặt quản lý rủi ro kỳ hạn.

Bảng: Số liệu minh họa - Thị trường trái phiếu và huy động vốn tại Việt Nam

Chỉ tiêu	Giá trị / Tỷ lệ	Nguồn số liệu
Dư nợ trái phiếu doanh nghiệp so với GDP (2024)	~11,2% GDP	VBMA - Thị trường TPDN 2020-2024
Tỷ lệ phát hành trái phiếu đại chúng trên tổng phát hành TPDN (2024)	7,4%	VBMA - Thị trường TPDN 2020-2024
Quy mô phát hành trái phiếu riêng lẻ (2024)	~410.544 tỷ đồng	VBMA - Thị trường TPDN 2020-2024
Thị phần trái phiếu ngân hàng trong tổng TPDN (2024)	~55%	ADB Asia Bond Monitor (thống kê theo VnExpress)
Quy mô thị trường trái phiếu (LCY) (2023)	~99,5 tỷ USD	ADB/Asia Bond Monitor
Tỷ lệ huy động vốn từ tín dụng ngân hàng cho PPP (2024)	~70%	MPI - Báo cáo PPP quốc gia 2024 (trích dẫn trong bài)
Tỷ lệ nhà đầu tư tổ chức trong thị trường TPDN	~9% (bảo hiểm & quỹ hưu trí)	ADB Triển vọng Phát triển Châu Á 2026
Mục tiêu tăng dư nợ TPDN so với GDP tới 2030	20-25% GDP	Bộ Tài chính - mục tiêu chiến lược thị trường vốn (tổng hợp công bố)
Tăng trưởng GDP dự báo (2026)	~7,2%	ADB Triển vọng Phát triển Châu Á 2026

Ghi chú: Số liệu trong bảng tổng hợp từ VBMA (2024); ADB - Asia Bond Monitor và Asian Development Outlook (2026); Bộ Tài chính; Bộ KH&ĐT (2024); cùng các báo cáo kinh tế vĩ mô được công bố công khai. Các thông tin nhằm mục đích minh họa cho bối cảnh thị trường trái phiếu và huy động vốn PPP tại Việt Nam.

Ở chiều ngược lại, thị trường trái phiếu vốn được kỳ vọng trở thành kênh bổ trợ dài hạn lại phát triển chậm hơn so với tiềm năng. Theo số liệu của Asian Development Bank (2023), quy mô dư nợ trái phiếu DN của Việt Nam chỉ tương đương 12-13% GDP, thấp đáng kể so với mức 20-25% GDP của Singapore, Malaysia hay Thái Lan. Điểm hạn chế quan trọng là các DN dự án PPP thường mới được thành lập để phục vụ một dự án duy nhất, thiếu lịch sử tài chính, nên khó đáp ứng yêu cầu phát hành công chúng theo Luật Chứng khoán 2019 vốn đòi hỏi hồ sơ tài chính minh bạch trong nhiều năm và năng lực quản trị tương đối hoàn chỉnh.

Kinh nghiệm quốc tế, đặc biệt tại Hàn Quốc, Nhật Bản và Liên minh châu Âu, cho thấy việc phát triển trái phiếu dự án là một bước ngoặt giúp mở rộng thị trường vốn dài hạn và giảm phụ thuộc vào hệ thống ngân hàng. Theo Báo cáo đánh giá Sáng kiến Project Bond của European Commission (2021), việc cho phép DN dự án phát hành trái phiếu công chúng đã giúp EU thu hút nguồn vốn tư nhân vào các dự án hạ tầng chiến lược, đồng thời

nâng xếp hạng tín nhiệm nhờ cơ chế chia sẻ rủi ro linh hoạt giữa nhà nước và khu vực tư nhân. Các mô hình ở Nhật Bản và Hàn Quốc cũng cho thấy phát hành trái phiếu dựa trên dòng tiền dự án, thay vì lịch sử lợi nhuận quá khứ là chìa khóa để thu hút nhà đầu tư tổ chức dài hạn như quỹ hưu trí và bảo hiểm.

So sánh với các thông lệ trên, có thể thấy Việt Nam thiếu một hành lang pháp lý đặc thù cho trái phiếu PPP là một khoảng trống khiến DN dự án khó tiếp cận vốn thị trường, làm chậm tiến độ triển khai các dự án trọng yếu. Việc tín dụng ngân hàng phải gánh tới 70% nhu cầu vốn không chỉ tạo ra rủi ro hệ thống, mà còn làm suy giảm tính bền vững của phương thức PPP trong dài hạn.

Từ các dữ liệu của cơ quan quản lý và các tổ chức tài chính quốc tế cho thấy yêu cầu cấp thiết phải xây dựng một khung pháp lý chuyên biệt cho trái phiếu PPP. Một khuôn khổ như vậy không chỉ mở đường cho việc hình thành phân khúc trái phiếu dự án tại Việt Nam, mà còn đem lại cơ hội cải thiện tính minh bạch, giảm rủi ro tài khóa và tạo nền móng cho thị trường vốn phát triển theo chiều sâu, phù hợp định hướng chiến lược về huy động nguồn lực xã hội cho hạ tầng quốc gia.

4. Tác động dự kiến

Việc hoàn thiện dự thảo Nghị định về phát hành trái phiếu ra công chúng đối với DN dự án trong mô hình đối tác công tư (PPP) được kỳ vọng tạo ra những chuyển biến quan trọng trên bình diện kinh tế vĩ mô, thị trường vốn, khu vực tư nhân và quản trị rủi ro công - tư. Với định hướng mở rộng kênh huy động vốn dài hạn dựa trên dòng tiền dự án, khuôn khổ pháp lý mới sẽ góp phần vào mục tiêu phát triển hạ tầng bền vững và củng cố sức chống chịu của nền kinh tế.

Thứ nhất: Tác động kinh tế vĩ mô sẽ làm gia tăng năng lực huy động vốn dài hạn. Theo ước tính của World Bank (2022), nhu cầu vốn cho hạ tầng giai đoạn 2021-2030 vào khoảng 25-30 tỷ USD/năm. Trong khi ngân sách còn hạn chế, việc phát triển kênh huy động qua trái phiếu dự án có thể bổ sung 5-7 tỷ USD/năm, chiếm 15-20% nhu cầu vốn hằng năm. Đây là nguồn lực mang tính chiến lược, giúp giảm áp lực vay nợ của Chính phủ và giảm phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng là lĩnh vực vốn đang chịu rủi ro kỳ hạn khi phải cung cấp nguồn vốn dài hạn cho hạ tầng. Nhờ đó, cấu trúc vốn của nền kinh tế trở nên cân bằng hơn giữa NSNN, hệ thống ngân hàng và thị trường vốn.

Việc mở rộng kênh vốn dài hạn tạo điều kiện triển khai các chương trình hạ tầng trọng điểm như giao thông liên vùng, năng lượng tái tạo hay các dự án chống chịu khí hậu. Song song đó, dự thảo Nghị định nâng cao mức độ minh bạch qua yêu cầu công bố thông tin, xếp hạng tín nhiệm và giám sát sau phát hành. Những quy chuẩn này tiệm cận thông lệ OECD và tạo ba tác động: (i) buộc DN dự án chuẩn hóa báo cáo tài chính và quản trị; (ii) thu hút nhà đầu tư tổ chức dài hạn như bảo hiểm, quỹ hưu trí; (iii) giảm rủi ro lan truyền sang hệ thống tài chính nhờ kiểm soát tốt hơn từ giai đoạn chuẩn bị phát hành. Những yếu tố trên góp phần củng cố ổn định tài chính quốc gia và tăng độ tin cậy của trái phiếu hạ tầng trong mắt nhà đầu tư quốc tế.

Thứ hai: Tác động đối với khu vực tư nhân. Một điểm nghẽn lớn của DN dự án PPP là thiếu lịch sử tài chính và khó đáp ứng yêu cầu phát hành trái phiếu theo quy định hiện hành. Cách tiếp cận dựa trên dòng tiền tương lai của dự án mở ra cơ hội tiếp cận vốn rộng hơn. Theo phân tích của Asian Development Bank (2023), chi phí vốn của DN dự án khi phát hành trái phiếu theo mô hình chuẩn có thể giảm 1-1,5 điểm %, do dòng tiền thu phí hoặc thanh toán của Nhà nước ổn định hơn và rủi ro dự án được phân bổ minh bạch. Điều này cho phép DN dự án cải thiện cấu trúc vốn, giảm sự lệ thuộc vào tín dụng ngân hàng và mở rộng cơ hội thu hút nhà đầu tư trong và ngoài nước.

Phát hành trái phiếu ra công chúng cũng khiến DN dự án phải nâng cấp chuẩn mực quản trị theo thông lệ quốc tế, bao gồm minh bạch báo cáo tài chính, kiểm toán độc lập, hệ thống quản trị rủi ro và công bố thông tin định kỳ. Đây là nền tảng quan trọng để nâng cao chất lượng hoạt động của DN PPP, tạo đà cho sự phát triển bền vững của phân khúc trái phiếu dự án.

Thứ ba: Hình thành phân khúc "trái phiếu dự án". Trên thị trường vốn quốc tế, trái phiếu dự án đã phát triển mạnh, nhất là tại châu Âu với sáng kiến Project Bond Credit Enhancement của Ủy ban châu Âu (2021). Việc ban hành Nghị định tại Việt Nam sẽ tạo ra phân khúc trái phiếu dự án được định danh rõ ràng, chuẩn hóa quy trình phát hành theo thông lệ OECD, đồng thời nâng cao sức hấp dẫn của tài sản hạ tầng đối với nhà đầu tư tổ chức. Sự xuất hiện của lớp tài sản mới sẽ góp phần đa dạng hóa sản phẩm thị trường trái phiếu, giảm rủi ro tập trung và cải thiện chất lượng thị trường.

Các trái phiếu PPP thường có kỳ hạn dài từ 10-25 năm. Điều này vừa mở rộng đường cong lợi suất vốn đang thiếu dữ liệu dài hạn, vừa thúc đẩy sự tham gia của nhà đầu tư chuyên nghiệp. Đồng thời, thị trường sẽ vận hành theo cơ chế định giá rủi ro dựa trên dòng tiền và đặc thù dự án. Nhờ đó, thị trường trái phiếu Việt Nam tiệm cận hơn với chuẩn mực quốc tế về cấu trúc kỳ hạn và khả năng phản ánh tín hiệu tài chính dài hạn.

Thứ tư: Tác động xã hội và an sinh. Huy động vốn hiệu quả cho các dự án hạ tầng sẽ mang lại nhiều lợi ích kinh tế xã hội như rút ngắn tiến độ các dự án then chốt (cao tốc Bắc - Nam, cảng biển chiến lược, hạ tầng chống ngập), tạo việc làm trong giai đoạn xây dựng và vận hành, tăng cường kết nối vùng, giảm chi phí logistics và mở rộng cơ hội thương mại. Đây cũng là động lực hỗ trợ các mục tiêu phát triển bền vững trong bối cảnh biến đổi khí hậu ngày càng khốc liệt. Hạ tầng được hoàn thiện theo hướng bền vững góp phần nâng cao năng lực chống chịu của nền kinh tế và củng cố sức cạnh tranh quốc gia.

Thứ năm: Tác động đến quản trị rủi ro công - tư. Trái phiếu dự án được bảo chứng bằng dòng tiền của dự án và gắn với cơ chế chia sẻ rủi ro trong hợp đồng PPP. Khi triển khai, công cụ này có thể nâng cao khả năng đánh giá tín nhiệm nhờ minh bạch về rủi ro doanh thu, rủi ro xây dựng và rủi ro vận hành; đồng thời giảm nghĩa vụ tiềm ẩn của NSNN, hạn chế phụ thuộc vào bảo lãnh Chính phủ. Qua đó giúp Nhà nước lựa chọn các dự án có hiệu quả tài chính, kinh tế cao hơn và thúc đẩy kỷ luật thị trường, khi DN dự án chịu sự giám sát từ các nhà đầu tư tổ chức. Môi trường công - tư nhờ vậy trở nên chuyên nghiệp, minh bạch và cân bằng hơn.

5. Những thách thức đặt ra

Mặc dù việc hoàn thiện quy định về phát hành trái phiếu PPP mở ra cơ hội quan trọng cho thị trường vốn và phát triển hạ tầng, quá trình triển khai thực tiễn tại Việt Nam dự kiến đối mặt với nhiều thách thức cả về kỹ thuật, thể chế và thị trường. Nếu các thách thức này không được nhận diện đầy đủ và xử lý đồng bộ, hiệu quả chính sách có thể suy giảm, cản trở sự hình thành một phân khúc "trái phiếu dự án" bền vững.

Thứ nhất, năng lực định giá rủi ro của các dự án PPP còn hạn chế, nhất là trong các lĩnh vực đòi hỏi mô hình tài chính dài hạn và phức tạp. Theo đánh giá của Asian Development Bank (2023), công tác phân tích rủi ro tại nhiều dự án PPP ở các nền kinh tế mới nổi chưa đi sâu vào các rủi ro doanh thu, nhu cầu hay vận hành. Tại Việt Nam, nhiều chủ thể vẫn dựa trên phương pháp truyền thống, thiếu mô hình dự báo dòng tiền theo chuẩn quốc tế, dẫn tới khó khăn khi định giá trái phiếu dự án và hạn chế sức hấp dẫn đối với nhà đầu tư chuyên nghiệp.

Thứ hai, nhà đầu tư cá nhân còn thiếu kinh nghiệm với các sản phẩm tài chính dài hạn mang tính rủi ro - lợi suất đặc thù. Trái phiếu PPP có kỳ hạn 10-25 năm, phụ thuộc vào hiệu quả vận hành dự án, trong khi thị trường trong nước quen với trái phiếu DN kỳ hạn ngắn hơn. Theo World Bank (2022), tại nhiều thị trường mới nổi, tỷ trọng nhà đầu tư tổ chức còn dưới 20%, phản ánh cấu trúc thị trường chưa đủ nền tảng để hấp thụ các sản phẩm dài hạn. Nếu thiếu hướng dẫn và biện pháp bảo vệ, nhà đầu tư cá nhân dễ bị tổn thương trước biến động dòng tiền dự án.

Thứ ba, rủi ro pháp lý liên quan đến thay đổi chính sách, chậm tiến độ hoặc điều chỉnh tổng mức đầu tư vẫn là điểm nghẽn lớn trong triển khai PPP. Các biến động về đất đai, giá vật liệu, cơ chế thanh toán hay chậm giải phóng mặt bằng có thể bào mòn dòng tiền, đó là yếu tố cốt lõi của trái phiếu dự án. Theo International Monetary Fund (2021), tính ổn định thể chế là điều kiện quan trọng nhất để thu hút vốn tư nhân vào hạ tầng tại các nước đang phát triển. Vì vậy, Việt Nam cần thận trọng khi thiết kế các điều khoản pháp lý điều chỉnh trái phiếu PPP nhằm giảm thiểu rủi ro này.

Thứ tư, năng lực xếp hạng tín nhiệm trong nước còn non trẻ về dữ liệu, mô hình đánh giá và nhân sự. Các tổ chức xếp hạng nội địa mới phát triển vài năm gần đây, trong khi trái phiếu dự án đòi hỏi chuyên môn sâu về định giá dòng tiền và rủi ro xây dựng - vận hành. Kinh nghiệm Liên minh châu Âu cho thấy xếp hạng tín nhiệm đóng vai trò quyết định đối với việc chuẩn hóa phân khúc trái phiếu dự án (European Commission, 2021). Do đó, Việt Nam cần thời gian để nâng cao năng lực nhằm tránh sai lệch thông tin hoặc định giá chưa sát rủi ro thực.

6. Khuyến nghị chính sách

Để giảm thiểu những thách thức trên và tăng hiệu quả của quy định, cần một hệ thống giải pháp tổng thể dựa trên chuẩn mực quốc tế, đồng thời phù hợp điều kiện Việt Nam. Bốn nhóm khuyến nghị sau được xem như trụ cột cho sự bền vững của thị trường trái phiếu PPP.

Một là: Hoàn thiện khung pháp lý. Khung pháp lý rõ ràng, đồng bộ và nhất quán là nền tảng cốt lõi.

Cần xây dựng điều kiện phát hành dựa trên dòng tiền dự án, thay vì yêu cầu lợi nhuận quá khứ của DN dự án vốn không phản ánh bản chất PPP. Cách tiếp cận này phù hợp với thông lệ OECD, nơi trái phiếu dự án được định giá dựa trên chất lượng hợp đồng, cơ chế chia sẻ rủi ro và triển vọng dòng tiền.

Ngoài ra, phải quy định rõ quyền tài sản và cơ chế tài sản bảo đảm, đặc biệt liên quan đến quyền thu phí, quyền nhận thanh toán từ Nhà nước hoặc quyền sử dụng tài sản công theo hợp đồng PPP. Việc minh định quyền tài sản giúp giảm bất đối xứng thông tin và tạo cơ sở pháp lý vững chắc cho nhà đầu tư. Đồng thời, nếu sử dụng bảo lãnh Nhà nước, cần công khai, minh bạch và kiểm soát trong giới hạn cho phép để tránh nghĩa vụ nợ tiềm ẩn quá lớn.

Hai là: Tăng cường vai trò của xếp hạng tín nhiệm. Xếp hạng tín nhiệm là công cụ then chốt xác định mức độ rủi ro của trái phiếu PPP. Cần hướng tới yêu cầu bắt buộc xếp hạng đối với các trái phiếu dự án, đặc biệt là dự án quy mô lớn. Nhà nước nên hỗ trợ chuẩn hóa dữ liệu, phương pháp đánh giá và nâng cao khả năng tiếp cận thông tin của các tổ chức xếp hạng nội địa. Việc hoàn thiện năng lực xếp hạng tín nhiệm không chỉ nâng chất lượng phân khúc trái phiếu dự án mà còn cải thiện nền tảng của toàn bộ thị trường vốn.

Ba là: Phát triển hệ sinh thái nhà đầu tư dài hạn. Để trái phiếu PPP có thị trường tiêu thụ ổn định, cần mở rộng vai trò của quỹ hưu trí, bảo hiểm và quỹ đầu tư hạ tầng là những nhà đầu tư phù hợp với kỳ hạn dài. Nhà nước có thể áp dụng ưu đãi thuế hoặc chính sách khuyến khích tỷ lệ đầu tư vào tài sản hạ tầng. Kinh nghiệm từ Hàn Quốc và Canada cho thấy việc huy động quỹ hưu trí nội địa vào hạ tầng giúp tạo nguồn vốn dài hạn ổn định, giảm rủi ro mất cân đối kỳ hạn trong hệ thống tài chính.

Bốn là: Tăng cường cơ chế chia sẻ rủi ro và bảo đảm ổn định chính sách. Với dự án có tầm quan trọng quốc gia hoặc mức rủi ro cao, có thể áp dụng cơ chế chia sẻ rủi ro doanh thu nhằm bảo đảm dòng tiền tối thiểu. Cũng cần nghiên cứu cơ chế "vốn mồi" nhằm nâng hạng tín nhiệm cho trái phiếu, qua đó giảm chi phí huy động vốn. Một yếu tố then chốt khác là bảo đảm tiến độ và ổn định chính sách; bất kỳ thay đổi đột ngột nào trong quy định hay chậm trễ trong giải phóng mặt bằng đều có thể làm giảm niềm tin của nhà đầu tư và kéo dài thời gian thu xếp vốn.

Kết luận

Dự thảo Nghị định về chào bán trái phiếu ra công chúng của DN dự án PPP đánh dấu bước tiến quan trọng trong hoàn thiện thị trường vốn và nâng cao hiệu quả huy động nguồn lực cho hạ tầng. Trong bối cảnh nhu cầu vốn giai đoạn 2021-2030 ước đạt 25-30 tỷ USD mỗi năm (World Bank, 2022), việc mở rộng huy động dài hạn và giảm phụ thuộc tín dụng ngân hàng trở nên cấp thiết.

Các quy định mới được kỳ vọng tạo hành lang pháp lý minh bạch, tiệm cận thông lệ quốc tế, giúp trái phiếu PPP trở thành công cụ thu hút nhà đầu tư tổ chức. Kinh nghiệm từ Liên minh châu Âu với Project Bond Initiative (European Commission, 2021) cho thấy mô hình này có thể khơi thông vốn tư nhân cho hạ tầng chiến lược.

Chuẩn hóa công bố thông tin, yêu cầu xếp hạng tín nhiệm và giám sát sau phát hành sẽ tăng minh bạch, củng cố niềm tin và hỗ trợ kiểm soát rủi ro tài khóa. Theo International Monetary Fund (2021), các quốc gia có cơ chế giám sát PPP đầy đủ có thể giảm đáng kể nghĩa vụ nợ tiềm ẩn. Đồng thời, quy định mới thúc đẩy DN dự án nâng cấp quản trị, chuẩn hóa báo cáo và giảm chi phí vốn.

Việc ban hành Nghị định sẽ tạo nền tảng phát triển phân khúc trái phiếu dự án, giảm áp lực ngân sách và thúc đẩy mô hình tài trợ dựa vào thị trường vốn. Nếu triển khai đồng bộ, chính sách này sẽ củng cố niềm tin nhà đầu tư và hỗ trợ tăng trưởng bền vững trong trung và dài hạn.

Tài liệu tham khảo:

Bộ KH&ĐT. (2024). Tờ trình về việc ban hành Nghị định quy định về chào bán trái phiếu ra công chúng của doanh nghiệp dự án PPP. Hà Nội. Truy cập tại: https://www.mpi.gov.vn

Bộ KH&ĐT. (2024). Dự thảo Nghị định quy định về chào bán trái phiếu ra công chúng của DN dự án PPP. Hà Nội. Truy cập tại: https://www.mpi.gov.vn

Bộ Tài chính. (2026). Tờ trình về việc ban hành Nghị định quy định việc chào bán trái phiếu ra công chúng của DN dự án đầu tư theo phương thức đối tác công tư. Hà Nội. Truy cập tại: https://www.mof.gov.vn

Chính phủ. (2020). Nghị định 28/2020/NĐ-CP quy định chi tiết Luật PPP. Hà Nội. Truy cập tại: https://vanban.chinhphu.vn/?pageid=27160&docid=200177

Chính phủ. (2020). Nghị định 153/2020/NĐ-CP về chào bán trái phiếu DN. Hà Nội. Truy cập tại:https://vanban.chinhphu.vn/?pageid=27160&docid=203235

Chính phủ. (2022). Nghị định 65/2022/NĐ-CP sửa đổi Nghị định 153/2020/NĐ-CP. Hà Nội. Truy cập tại: https://vanban.chinhphu.vn/?pageid=27160&docid=207343

Quốc hội. (2020). Luật Đầu tư theo phương thức đối tác công tư (Luật PPP), số 64/2020/QH14. Hà Nội. Truy cập tại: https://luatvietnam.vn/PPP

Quốc hội. (2019). Luật Chứng khoán, số 54/2019/QH14. Hà Nội. Truy cập tại: https://luatvietnam.vn/chung-khoan

Ủy ban CKNN. (2023). Báo cáo thường niên TTCK Việt Nam 2023. Hà Nội. Truy cập tại: https://ssc.gov.vn

Asian Development Bank. (2023). Asian Bond Monitor 2023. Asian Development Bank. https://doi.org/10.22617/TCS230181-2

European Commission. (2021). Evaluation of the Project Bond Initiative and project bond use in the EU. Publications Office of the European Union. https://data.europa.eu/doi/10.2777/324953

International Monetary Fund. (2021). Global Infrastructure Policy Tracker: PPP and infrastructure governance. International Monetary Fund. https://www.imf.org/en/Topics/infrastructure-policy-tracker

Ministry of Planning and Investment. (2024). National PPP Investment Report 2024. Ministry of Planning and Investment, Vietnam. https://www.mpi.gov.vn

World Bank. (2022). Vietnam Infrastructure Financing Needs Assessment 2022. World Bank Group. https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/099038503142221860

World Bank. (2023). Vietnam Country Economic Memorandum: Managing Risks for Stronger Growth. World Bank Group. https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1958-8