

Triển vọng tín nhiệm Ngành Chứng khoán 2026  
**Khởi đầu chu kỳ phát triển mới**

## MỤC LỤC

<b>I. Tổng quan ngành chứng khoán 2025</b> .....	<b>5</b>
1. Môi trường pháp lý và hạ tầng .....	5
2. Quy mô và cơ cấu thị trường .....	7
3. Bối cảnh cạnh tranh .....	10
<b>II. Hoạt động của các công ty chứng khoán</b> .....	<b>12</b>
1. Sự đa dạng và ổn định trong hoạt động kinh doanh.....	12
1.1. Tự doanh .....	13
1.2. Cho vay ký quỹ.....	14
1.3. Môi giới chứng khoán .....	15
1.4. Ngân hàng đầu tư .....	16
2. Nguồn vốn và thanh khoản.....	18
<b>III. Triển vọng tín nhiệm ngành chứng khoán năm 2026</b> .....	<b>20</b>
1. Môi trường vĩ mô thuận lợi nhưng tiềm ẩn rủi ro .....	20
2. Khung pháp lý mới và nâng hạng thị trường – Mở ra chu kỳ phát triển mới .....	20
3. Kế hoạch kinh doanh và tăng vốn 2026 – Tín hiệu lạc quan từ doanh nghiệp .....	21

## TÓM TẮT BÁO CÁO & TRIỂN VỌNG TÍN NHIỆM 2026

### Triển vọng tín nhiệm: ỔN ĐỊNH – THIÊN HƯỚNG TÍCH CỰC

S&I Ratings đánh giá triển vọng tín nhiệm ngành chứng khoán Việt Nam năm 2026 ở mức **Ổn định**, đồng thời nhìn nhận xu hướng dịch chuyển dần sang thiên hướng **Tích cực** nếu các CTCK kiểm soát hiệu quả các rủi ro. Ngành chứng khoán bước vào năm 2026 với nền tảng vốn được củng cố mạnh trong giai đoạn 2023–2025, các cải cách pháp lý mang tính bước ngoặt và cú huých nâng hạng FTSE có hiệu lực từ tháng 9/2026. Đối trọng với các yếu tố thuận lợi này là tính chu kỳ cao của mô hình kinh doanh, mức độ phụ thuộc lớn vào biến động VN-Index, cơ cấu nguồn vốn lệch mạnh về vốn vay ngắn hạn và áp lực cạnh tranh ngày càng khốc liệt sẽ buộc các CTCK phải tăng tốc đầu tư công nghệ và quản trị rủi ro. Trong bức tranh chung đó, phân hóa tín nhiệm sẽ tiếp tục giãn rộng giữa nhóm CTCK top đầu được hưởng lợi rõ nét, và nhóm CTCK quy mô nhỏ, đòn bẩy cao và phụ thuộc một mảng hoạt động.

### Các luận điểm chính

#### Yếu tố hỗ trợ tín nhiệm (+)

- **Hiệu quả kinh doanh phục hồi mạnh:** Lợi nhuận sau thuế toàn ngành năm 2025 tăng 67% đạt 39,6 nghìn tỷ đồng, quy mô tài sản vượt 900 nghìn tỷ (+48%), với động lực từ cả ba mảng tự doanh – cho vay ký quỹ – môi giới.
- **Bộ đệm vốn được củng cố:** Vốn chủ sở hữu toàn ngành tăng 40% lên 398,9 nghìn tỷ đồng. Tất cả CTCK thuộc danh sách quan sát của chúng tôi duy trì CAR trên ngưỡng quy định 180%; Top 5 (TCX, VPX, VCK, SSI, VIX) có CAR 500–900%, tạo dư địa lớn cho mở rộng cho vay ký quỹ và danh mục đầu tư.
- **Cải cách pháp lý đồng bộ:** Luật – Nghị định – Thông tư được cải cách cùng lúc, nâng chuẩn minh bạch, bảo vệ nhà đầu tư và đơn giản hóa thủ tục và mở rộng tiếp cận cho khối ngoại. **Đề án cải cách tổng thể thị trường tài chính Việt Nam** gắn với thực hiện mục tiêu tăng trưởng ở mức cao và liên tục tới năm 2045 dự kiến sẽ được Chính phủ đưa ra trong năm 2026.
- **Cú huých nâng hạng FTSE:** Hiệu lực từ tháng 9/2026, kỳ vọng thu hút dòng vốn thụ động và chủ động, thúc đẩy thanh khoản và IPO, đồng thời mở ra triển vọng được MSCI nâng hạng trong những năm tới.
- **Tín hiệu lạc quan từ doanh nghiệp:** Phần lớn CTCK đạt mục tiêu tăng trưởng LNTT năm 2026 ở mức hai con số đến trên 50%, quy mô tăng vốn lớn ước tính gần 100 nghìn tỷ đồng, kết hợp với làn sóng IPO mở rộng sang nhóm CTCK tầm trung (KAFI, HDBS, OCBS).
- **Cơ hội mở rộng hệ sinh thái sản phẩm:** Khung pháp lý mới mở đường cho các CTCK tham gia sàn tài sản mã hóa, sàn vàng phái sinh và Trung tâm Tài chính Quốc tế.

#### Yếu tố rủi ro tín nhiệm (–)

- **Phụ thuộc kép vào biến động thị trường:** 47% lợi nhuận đến từ tự doanh và 39,2% từ cho vay ký quỹ – cả hai đều tương quan cao với VN-Index.
- **Cơ cấu nguồn vốn lệch về ngắn hạn:** 96% nợ phải trả là ngắn hạn; tỷ lệ tài sản thanh khoản nhanh/nợ ngắn hạn chỉ đạt 43%, có xu hướng giảm dần qua các năm.
- **Dư nợ cho vay ký quỹ quy mô lớn:** 401 nghìn tỷ đồng (tương đương 3,9% vốn hóa thị trường), cao hơn đáng kể so với mặt bằng quốc tế (Mỹ 1,8%, Trung Quốc 2,3%). Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/Vốn chủ sở hữu đạt 107%, một số CTCK tiệm cận trần 200% (HCM 194%, KBSV 188%, MBS 182%).
- **Áp lực chi phí vốn & tỷ giá:** Căng thẳng thanh khoản hệ thống ngân hàng và nhu cầu tín dụng cao có thể đẩy lãi suất tăng; biến động tỷ giá có thể gây bất lợi cho việc thu hút dòng vốn ngoại (đã bán ròng kỷ lục 135 nghìn tỷ trong 2025).

- **Áp lực cạnh tranh và chi phí tuân thủ gia tăng:** Làn sóng các CTCK trực thuộc ngân hàng và tập đoàn lớn quay trở lại với tham vọng xây dựng hệ sinh thái sản phẩm, cùng cuộc đua chuyển đổi công nghệ – AI, sẽ buộc các CTCK phải gia tăng đầu tư hạ tầng IT và quản trị rủi ro; chi phí tuân thủ tăng để đáp ứng các quy định chặt chẽ hơn về an toàn và minh bạch.

#### Phân hóa tín nhiệm theo nhóm CTCK

- **Tích cực:** CTCK top đầu có nền tảng vốn mạnh, đa dạng hoạt động thu hút được tập khách hàng truyền thống lớn, có thể được hệ sinh thái ngân hàng/tập đoàn hỗ trợ (TCX, SSI, VCI, VCK, VPX...) – hưởng lợi từ nâng hạng, có dư địa tăng trưởng cho vay ký quỹ và đẩy mạnh ngân hàng đầu tư trong môi trường thị trường vốn sôi động.
- **Ổn định:** CTCK quy mô trung bình với mô hình kinh doanh rõ nét (FTS/Mirae Asset/KB tập trung cho vay ký quỹ, các CTCK tận dụng tập khách hàng ngân hàng mẹ...).
- **Theo dõi/tiêu cực:** CTCK có CAR suy giảm nhanh, đòn bẩy tiệm cận trần, tập trung danh mục vào cổ phiếu hệ sinh thái hoặc TPDN rủi ro cao.

## I. Tổng quan ngành chứng khoán 2025

### 1. Môi trường pháp lý và hạ tầng

Giai đoạn 2025–2026 đánh dấu chu kỳ cải cách pháp lý và hạ tầng toàn diện nhất trong lịch sử 25 năm của TTCK Việt Nam. Lần đầu tiên, khung pháp lý được sửa đổi đồng bộ ở cả ba tầng (Luật – Nghị định – Thông tư), tập trung vào ba mục tiêu chiến lược: (i) nâng hạng thị trường từ cận biên lên mới nổi thứ cấp; (ii) chuyển trọng tâm quản lý từ kiểm soát thủ tục sang bảo vệ nhà đầu tư và kỷ luật thị trường; và (iii) chuẩn bị hạ tầng pháp lý cho các sản phẩm tài chính thế hệ mới. Đây là nỗ lực chưa từng có tiền lệ, phản ánh quyết tâm chính trị cao của Chính phủ trong việc đưa thị trường vốn Việt Nam tiệm cận thông lệ quốc tế và trở thành kênh huy động vốn trung – dài hạn cho nền kinh tế.

#### Ba trục cải cách chính:

**(1) Nâng chuẩn quản trị, minh bạch tài chính và kỷ luật thị trường.** Luật Chứng khoán sửa đổi đã luật hóa hành vi thao túng thị trường, thay vì chỉ xử lý hành chính như trước đây. Yêu cầu bắt buộc xếp hạng tín nhiệm đối với tổ chức phát hành trái phiếu (ngoại trừ tổ chức tín dụng hoặc trái phiếu có bảo lãnh thanh toán) tại Nghị định 245/2025/NĐ-CP đặt nền móng cho thị trường TPDN phát triển bền vững, đồng thời tạo cơ hội lớn cho mảng tư vấn phát hành và ngân hàng đầu tư của các CTCK. Điều kiện niêm yết được siết chặt (ROE tối thiểu 5%, không có lỗ lũy kế), bổ sung điều kiện Nợ/VCSH  $\leq 5$  đối với tổ chức phát hành trái phiếu, và yêu cầu quản lý tách biệt tiền khách hàng từ Nghị định 306/2025/NĐ-CP giúp hạn chế rủi ro lạm dụng vốn khách hàng – một vấn đề từng gây lo ngại tín nhiệm trong quá khứ. Thông tư 102/2025/TT-BTC nâng hệ số rủi ro theo bậc 10–30%, trực tiếp tác động tới tỷ lệ CAR của các CTCK có danh mục đầu tư rủi ro cao.

**(2) Đơn giản hóa thủ tục, rút ngắn quy trình.** 34/95 thủ tục hành chính được đơn giản hóa, quy trình IPO được rút ngắn từ 90 ngày xuống tối đa 30 ngày kể từ khi Sở Giao dịch Chứng khoán có quyết định niêm yết. Thay đổi này giảm đáng kể rủi ro thanh khoản cho nhà đầu tư tham gia IPO và kỳ vọng tạo cú huých cho làn sóng niêm yết mới trong năm 2026, tiếp nối đà sôi động của năm 2025. Cơ chế mua lại cổ phiếu cũng được sửa đổi rõ ràng hơn (lộ trình bán cổ phiếu quỹ sau 24h báo cáo, hoàn tất trong 20 ngày) tại Thông tư 115/2025/TT-BTC, giúp chuẩn hóa thông lệ thị trường và hạn chế giao dịch bất thường.

**(3) Mở rộng tiếp cận cho nhà đầu tư nước ngoài.** Đây là cải cách quan trọng nhất với mục tiêu nâng hạng. Các nút thắt kỹ thuật lớn đã lần lượt được tháo gỡ: miễn hợp pháp hóa lãnh sự khi mở tài khoản vốn đầu tư gián tiếp (TT 03/2024/TT-NHNN); đơn giản hóa cấp mã số giao dịch cho NĐTNN; bỏ quy định cho phép doanh nghiệp tự đặt trần sở hữu nước ngoài thấp hơn mức pháp luật (NĐ 245/2025/NĐ-CP); cho phép NĐTNN không cần ký quỹ trước giao dịch theo cơ chế NPF (TT 68/2024 và TT 08/2026); và cho phép NĐT ngoại giao dịch qua tổ chức môi giới nước ngoài đại diện. Đặc biệt, room ngoại đối với CTCK được nới lên 100%, mở đường cho dòng vốn chiến lược quốc tế tham gia thị trường nội địa và thúc đẩy M&A xuyên biên giới.

**Hạ tầng công nghệ bước vào giai đoạn hiện đại hóa.** Hệ thống KRX chính thức vận hành từ 5/5/2025 sau gần 10 năm chuẩn bị, giải quyết các nút thắt tồn tại lâu năm về năng lực xử lý lệnh, cơ chế giao dịch T+2, và tạo nền tảng kỹ thuật cho các sản phẩm mới như giao dịch trong ngày, bán khống có kiểm soát. Song song, hệ thống định danh nhà đầu tư (ID-based system) theo Thông tư 14/2025/TT-BTC nâng độ chính xác và đồng nhất của dữ liệu toàn thị trường, giảm rủi ro vận hành và tranh chấp pháp lý. Hệ thống giám sát cũng được nâng cấp từ giám sát đơn lẻ sang giám sát liên thị trường (TT 138/2025), tăng khả năng phát hiện sớm các giao dịch bất thường và bảo vệ tính toàn vẹn của thị trường.

**Nâng hạng FTSE – cột mốc có ý nghĩa lịch sử.** Ngày 8/10/2025, FTSE Russell chính thức công bố nâng hạng TTCK Việt Nam lên **thị trường mới nổi thứ cấp (Secondary Emerging Market)**, có hiệu lực từ tháng 9/2026. Đây là kết quả trực tiếp của chuỗi cải cách pháp lý nêu trên, đặc biệt là cơ chế NPF tháo gỡ vướng mắc cuối cùng về pre-funding. Sự kiện này kỳ vọng thu hút dòng vốn thụ động ước tính 1–1,5 tỷ USD từ các quỹ ETF sử dụng các chỉ số của FTSE, đồng thời mở ra cơ hội tiếp cận lượng vốn chủ động lớn hơn nhiều từ các quỹ đầu tư toàn cầu. Về dài hạn, nâng hạng tạo động lực tiếp tục cải cách, thúc đẩy phát triển chiều sâu thị trường

và gia tăng vai trò kênh dẫn vốn cho nền kinh tế. Tuy nhiên, nâng hạng cũng đồng nghĩa với mức độ mở cửa cao hơn và nhạy cảm hơn với biến động dòng vốn toàn cầu, TTCK Việt Nam sẽ có tương quan mạnh hơn với các thị trường mới nổi trong khu vực.

**Khung pháp lý cho sản phẩm tài chính thể hệ mới.** Nghị quyết 05/2025/NQ-CP triển khai thí điểm thị trường tài sản mã hóa trong 5 năm (từ 9/9/2025), lần đầu tiên chính thức công nhận và đưa thị trường crypto vào khuôn khổ quản lý có kiểm soát; Thông tư 32/2026/TT-BTC bổ sung chính sách thuế cho giao dịch tài sản mã hóa. Cùng với Luật Công nghiệp công nghệ số 71/2025/QH15 và Nghị định 232/2025/NĐ-CP xóa bỏ độc quyền vàng miếng, các CTCK đứng trước cơ hội mở rộng sang các mảng dịch vụ mới (môi giới token, lưu ký tài sản số, giao dịch vàng), nhưng cũng đối mặt áp lực đầu tư hệ thống, tuân thủ AML/CFT và cạnh tranh từ các nền tảng fintech chuyên biệt.

**Triển vọng ngắn hạn và dài hạn có thể phân hóa.** Về dài hạn, khung pháp lý mới được đánh giá tích cực cho ngành chứng khoán nhờ tăng chất lượng thị trường, mở rộng cơ sở nhà đầu tư và đa dạng hóa sản phẩm – dịch vụ. Về ngắn hạn, CTCK sẽ cần đẩy mạnh chi phí đầu tư hệ thống IT, đào tạo nhân sự, nâng cấp quản trị rủi ro và đáp ứng yêu cầu vốn khả dụng, khiến biên lợi nhuận có thể bị ảnh hưởng.

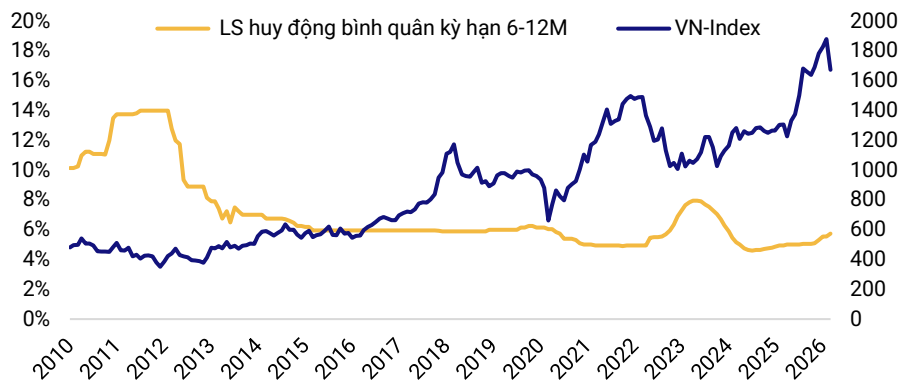
*(Chi tiết các văn bản pháp lý trọng yếu có hiệu lực trong giai đoạn 2025–2026 xem Phụ lục 1)*

## 2. Quy mô và cơ cấu thị trường

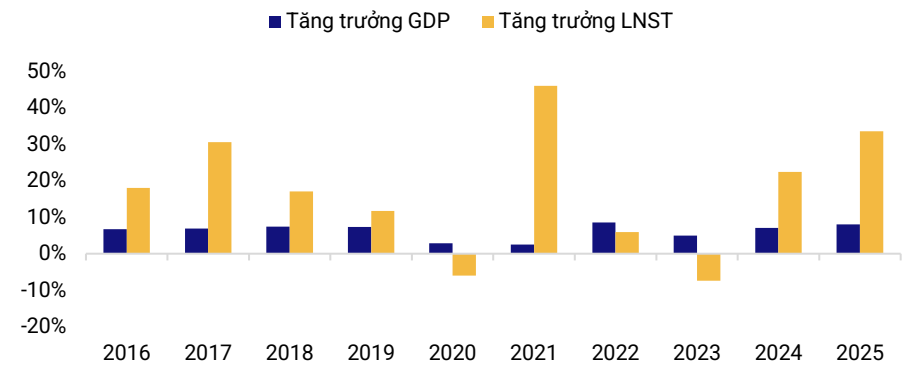
### Thị trường cổ phiếu

**Quy mô thị trường cổ phiếu lần đầu vượt ngưỡng 10 triệu tỷ VND, tương đương 78% GDP cả nước năm 2025:** Số lượng tài khoản chứng khoán tăng 2,5 triệu trong năm 2025 lên vượt 12 triệu tài khoản. VN-Index kết thúc năm 2025 ở mức cao kỷ lục mới là 1784,49 điểm, tăng mạnh 41%. Mặc dù chính sách thuế đối ứng của Hoa Kỳ đã gây ra biến động lớn vào đầu năm, thị trường duy trì xu hướng tích cực nhờ nhiều động lực nội tại bao gồm: cải cách pháp lý và thể chế mạnh mẽ tạo tâm lý lạc quan cho nhà đầu tư, môi trường lãi suất thấp kích thích tăng trưởng và đầu tư, tăng trưởng kinh tế và lợi nhuận doanh nghiệp cao, bước ngoặt nâng hạng thị trường và kỳ vọng đón đầu dòng vốn ngoại, và xu hướng tăng tích cực của TTCK thế giới.

**Biểu đồ 1: Môi trường lãi suất thấp kích thích tăng trưởng thị trường chứng khoán**



**Biểu đồ 2: Tăng trưởng GDP và lợi nhuận doanh nghiệp ở mức cao**



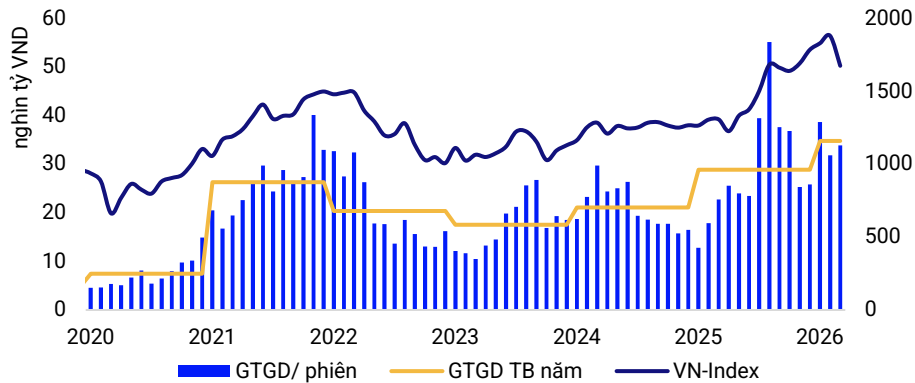
Nguồn: SNI Ratings, Bloomberg

Nguồn: SNI Ratings, GSO, Bloomberg

**Thanh khoản bùng nổ với động lực chủ yếu từ nhà đầu tư cá nhân.** Năm 2025 đánh dấu một giai đoạn giao dịch rất sôi động của thị trường, đặc biệt từ sau khi hệ thống KRX đi vào vận hành, thanh khoản ghi nhận mức cao nhất kể từ năm 2021, trung bình đạt 28,9 nghìn tỷ đồng/phiên, với kỷ lục lên tới 86 nghìn tỷ đồng trong một phiên. Nhà đầu tư trong nước, và chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất với 89,1% tổng giá trị giao dịch toàn thị trường. Tuy nhiên, xét từ góc độ tín nhiệm, thanh khoản vẫn chưa đạt trạng thái bền vững, phụ thuộc lớn vào tâm lý nhà đầu tư ngắn hạn và diễn biến chính sách, khiến biến động giao dịch có tính chu kỳ cao.

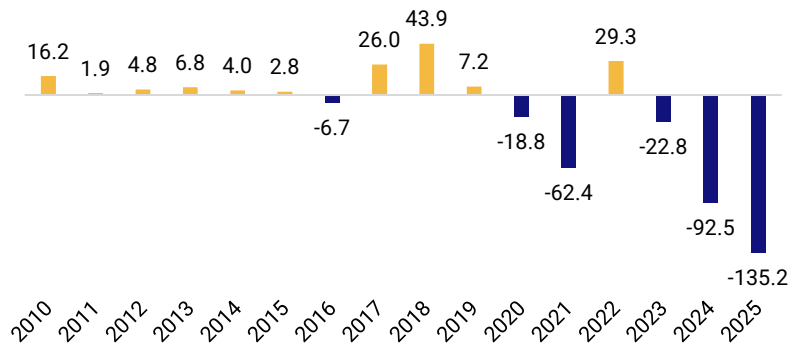
**Giao dịch của NĐTNN đã cải thiện đáng kể trong 2 năm gần đây, tăng gấp 2,3 lần so với năm 2023, tỷ trọng giao dịch của khối ngoại tuy còn khiêm tốn (10,9%) nhưng đã đạt mức cao nhất trong vòng 5 năm, tuy nhiên lại tập trung ở chiều bán:** Với giá trị bán ròng đạt kỷ lục 135 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu niêm yết của NĐTNN tiếp tục giảm xuống mức rất thấp là 13,1% vào cuối năm 2025, giảm hơn 10% so với thời điểm năm 2015.

**Biểu đồ 3: Thanh khoản bùng nổ cùng xu hướng tăng của thị trường**



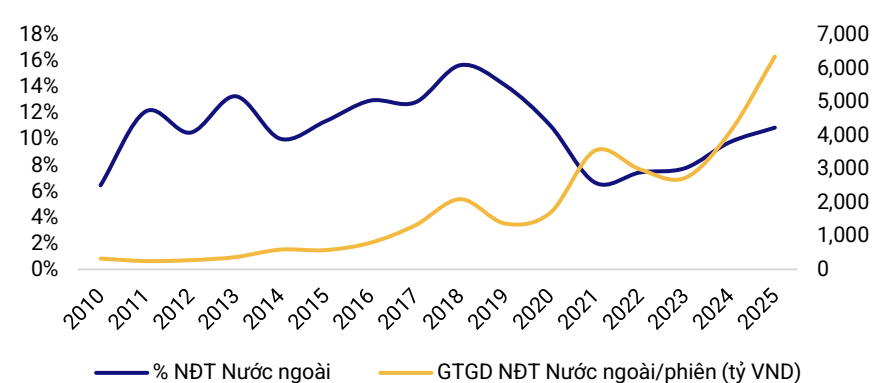
Nguồn: SNI Ratings, Bloomberg

**Biểu đồ 5: NĐTNN tiếp tục đẩy mạnh xu hướng bán ròng (ngàn tỷ VND)**



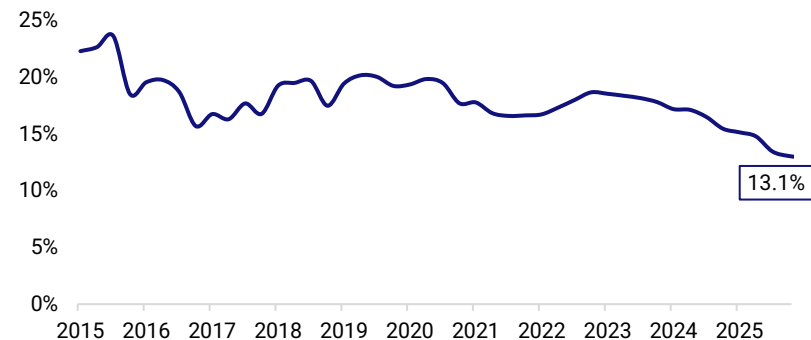
Nguồn: SNI Ratings

**Biểu đồ 4: Giao dịch của NĐT nước ngoài sôi động hơn**



Nguồn: SNI Ratings

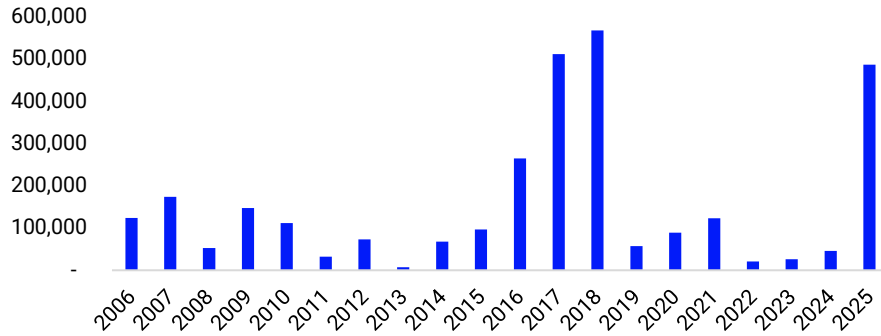
**Biểu đồ 6: Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN giảm dần**



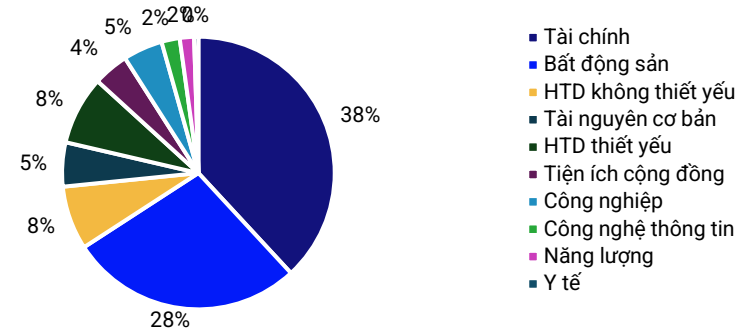
Nguồn: SNI Ratings

**Làn sóng IPO và niêm yết mới quay trở lại mạnh mẽ, tập trung ở khu vực tư nhân.** Điều kiện thị trường thuận lợi cùng với khung pháp lý mới mà đặc biệt là Nghị định 245 đã tạo cú huych mạnh mẽ cho thị trường IPO, với tổng giá trị cổ phiếu niêm yết mới tăng mạnh lên gần 500 nghìn tỷ trong năm 2025, tiệm cận giai đoạn đỉnh lịch sử 2017-2018. Trong đó, nổi bật nhất là nhóm công ty tài chính, chứng khoán với các đại diện như TCX, VCK, VPX, F88, bên cạnh nhóm công ty phi tài chính như Nông nghiệp Hoà Phát, Hạ tầng Gelex. Mở rộng thị trường cổ phiếu và bổ sung thêm hàng hóa chất lượng là mục tiêu quan trọng để phát triển thị trường vốn và gia tăng sức hấp dẫn với nhà đầu tư trong nước và nước ngoài. Mặt khác, cơ cấu thị trường vẫn chưa thực sự phản ánh nền kinh tế, cơ cấu ngành nghề kém phong phú với hai ngành Tài chính và Bất động sản chiếm tới 2/3 giá trị vốn hóa toàn thị trường, trong khi khối doanh nghiệp sản xuất, doanh nghiệp FDI có đóng góp quan trọng vào tăng trưởng kinh tế và xuất khẩu lại xuất hiện khiêm tốn. Đây là điểm yếu quan trọng của TTCK Việt Nam nhưng cũng cho thấy nhiều tiềm năng mở rộng trong tương lai.

**Biểu đồ 7: Giá trị cổ phiếu niêm yết lần đầu tiệm cận mức đỉnh lịch sử (tỷ VND)** | **Biểu đồ 8: Tỷ trọng vốn hóa thị trường theo ngành (31/12/2025)**



Nguồn: SNI Ratings

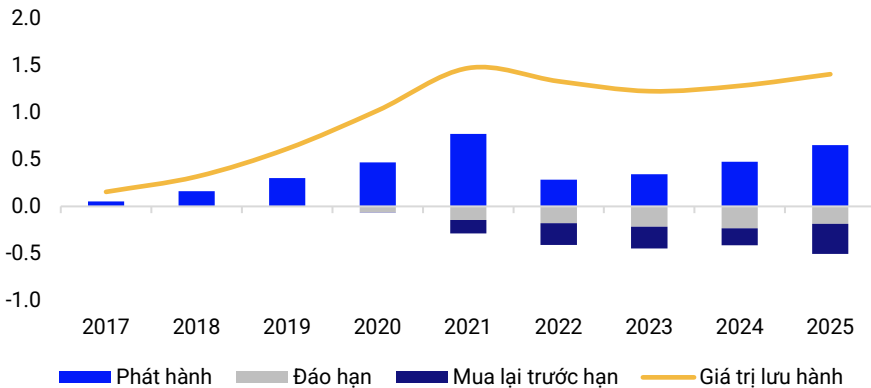


Nguồn: SNI Ratings

**Thị trường trái phiếu doanh nghiệp**

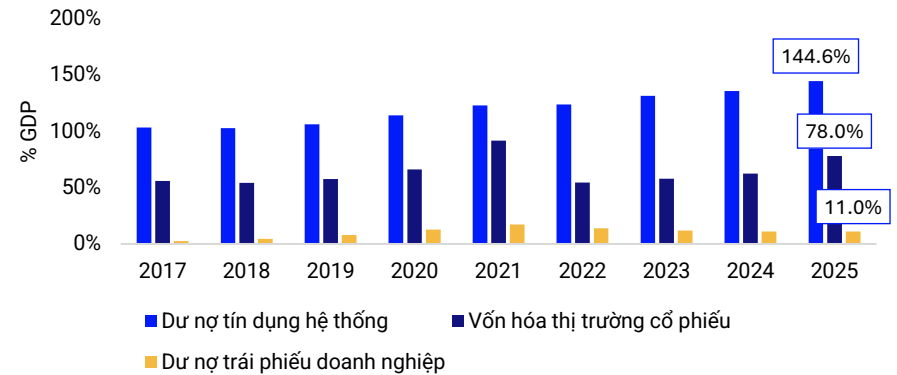
**Thị trường TPDN sơ cấp phát hành cao nhất kể từ năm 2022:** Giá trị phát hành TPDN tiếp tục cải thiện tích cực trong năm 2025, đặc biệt trong 3 quý cuối năm, với tổng giá trị đạt 654 nghìn tỷ đồng, tăng 37,5% so với năm trước, đây là giá trị phát hành cao nhất kể từ năm 2022. Cùng với đó, giá trị trái phiếu mua lại trước hạn cũng tăng mạnh 78,4% lên 320 nghìn tỷ, và giá trị đáo hạn trong năm giảm 20,5% xuống 187 nghìn tỷ. Theo đó, giá trị trái phiếu đang lưu hành tăng lên 1,4 triệu tỷ đồng, tiệm cận với mức đỉnh năm 2021. Tuy nhiên, quy mô thị trường trái phiếu vẫn khá khiêm tốn, chỉ tương đương 11% GDP cả nước, so với tín dụng ngân hàng (145% GDP) và thị trường cổ phiếu (78% GDP).

**Biểu đồ 9: Thị trường trái phiếu tiếp tục hồi phục tiệm cận mức đỉnh 2021**



Nguồn: SNI Ratings, HNX

**Biểu đồ 10: Quy mô thị trường trái phiếu còn khá nhỏ**

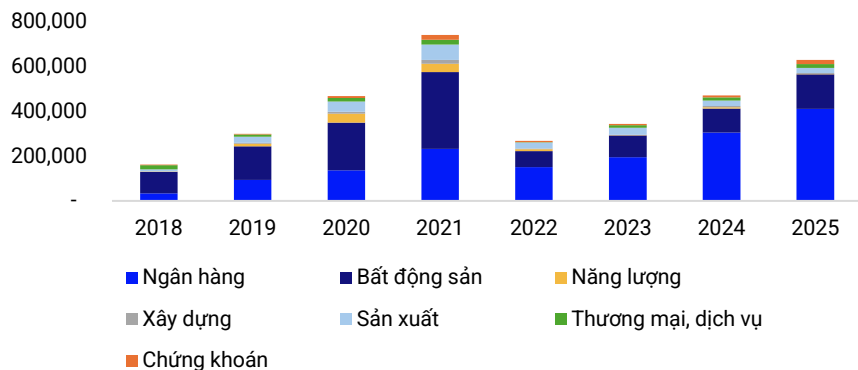


Nguồn: SNI Ratings, HNX, SBV

**Mức độ đa dạng ngành còn hạn chế:** Cơ cấu thị trường vẫn tập trung chủ yếu ở hai ngành Ngân hàng và Bất động sản, chiếm tới 90% tổng giá trị phát hành năm 2025. Đặc biệt từ năm 2022, khi ngành Bất động sản chậm lại, ngành Ngân hàng duy trì xu hướng tăng tích cực và chiếm hơn 60% tổng phát hành toàn thị trường. Trong gần 1,4 triệu tỷ trái phiếu đang lưu hành, trái phiếu Ngân hàng chiếm 51,3%, Bất động sản chiếm 32,6%, các ngành còn lại chỉ chiếm 16,1%. Điểm tích cực là trái phiếu Ngân hàng có chất lượng tốt hơn mặt bằng chung của thị trường và không ghi nhận sự kiện vi phạm nghĩa vụ thanh toán nào.

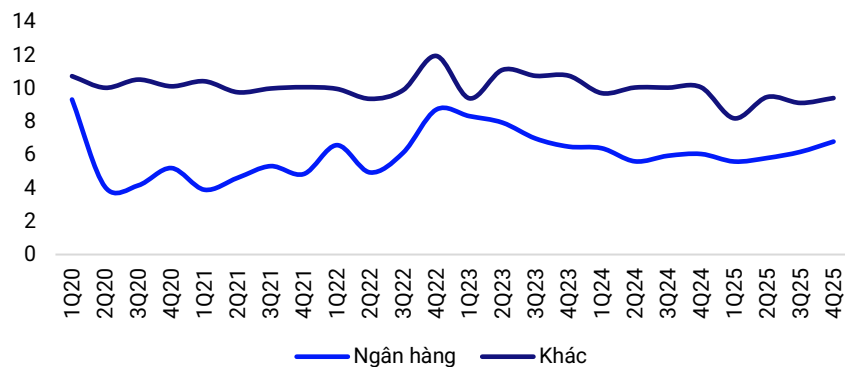
**Lãi suất coupon có xu hướng tăng rõ rệt ở nhóm Ngân hàng:** Lãi suất coupon bình quân tại nhóm Ngân hàng đã tăng từ 5,6% trong Q1/2025 lên 6,8% trong Q4/2025. Nhu cầu huy động vốn trái phiếu của các ngân hàng tăng cao trong bối cảnh lãi suất huy động tăng đã thúc đẩy xu hướng tăng lãi suất trái phiếu. Cùng với đó, lãi suất coupon tại nhóm phi ngân hàng cũng có dấu hiệu tăng nhẹ trở lại trong Q4/2025, với lãi suất bình quân tăng lên 9,42% so với 9,13% trong Q3, tiêu biểu ở một số doanh nghiệp như VinGroup (từ 11% lên 12%), Vinhomes (từ 11% lên 12%), (BDS Trường Minh từ 8,95% lên 9,8%).

**Biểu đồ 11: Cơ cấu phát hành trái phiếu tập trung chủ yếu ở ngành Ngân hàng và Bất động sản**



Nguồn: SNI Ratings, HNX

**Biểu đồ 12: Lãi suất coupon bình quân có xu hướng tăng trở lại**



Nguồn: SNI Ratings, HNX

### 3. Bối cảnh cạnh tranh

Ngành chứng khoán Việt Nam có 87 công ty chứng khoán được cấp phép hoạt động với đa dạng dịch vụ bao gồm: môi giới chứng khoán, tư vấn đầu tư, dịch vụ tài chính (cho vay ký quỹ), ngân hàng đầu tư, tự doanh chứng khoán,... Các công ty chứng khoán có thể được phân thành 4 nhóm chiến lược dựa trên mô hình sở hữu, mỗi nhóm có đặc trưng tín dụng và rủi ro khác nhau:

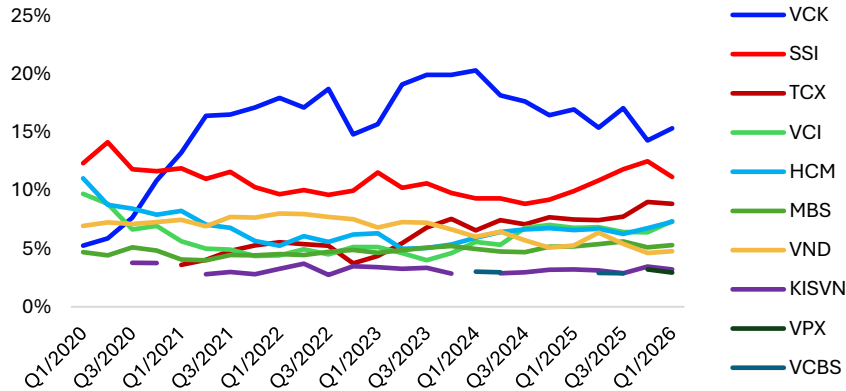
Nhóm	Công ty chứng khoán	Lợi thế	Đặc trưng rủi ro
<b>Trực thuộc Ngân hàng</b>	VCBS, MBS, TCX, VPX, ACBS, Kafi, HDBS, BSI, CTS, SHS, OCBS...	Chi phí vốn cạnh tranh, bán chéo sản phẩm, khai thác tập khách hàng và các nguồn lực khác từ ngân hàng mẹ	Rủi ro kinh doanh liên quan tới ngân hàng mẹ
<b>Trực thuộc các tập đoàn lớn</b>	FTS, VIX...	Đi theo chiến lược chung của tập đoàn	Đa dạng, chịu ảnh hưởng từ tập đoàn
<b>Nước ngoài</b>	Mirae Asset, KIS, Maybank, Shinhan, Yuanta, Pinetree, KB, JB	Công nghệ, phí thấp, kết nối khách hàng nước ngoài	Thị phần tập trung phân khúc hẹp, chịu ảnh hưởng từ chính sách phân bổ vốn của công ty mẹ
<b>Độc lập</b>	SSI, HCM, VCI, VND, VCK, VDS, DSE...	Linh hoạt chiến lược, đa dạng dịch vụ	Tiếp cận vốn phụ thuộc thị trường

**Thị phần môi giới cổ phiếu tại HOSE cho thấy sự tập trung cao độ tại nhóm dẫn đầu.** Top 10 CTCK chiếm gần 70% thị phần, trong khi top 5 công ty (VCK, SSI, TCX, HCM, VCI) chiếm gần 50% thị phần. Kể từ năm 2020, thứ bậc đã có sự thay đổi lớn khi VCK và TCX đã dần vươn lên vị trí số 1 và số 3 thị phần nhờ cạnh tranh phí mạnh mẽ. Trong khi VCK có chiến lược tập trung phát triển mạng lưới cộng tác viên rất lớn với chính sách ưu đãi phí linh hoạt, TCX xây dựng hệ thống số hóa hoàn toàn với mô hình zero-fee.

Nhóm top 10 liên tục mở rộng thị phần trong những năm gần đây, thị trường đang bước vào giai đoạn hợp nhất theo cơ chế tự nhiên mà không cần thúc đẩy bằng M&A. Các xu hướng nổi bật:

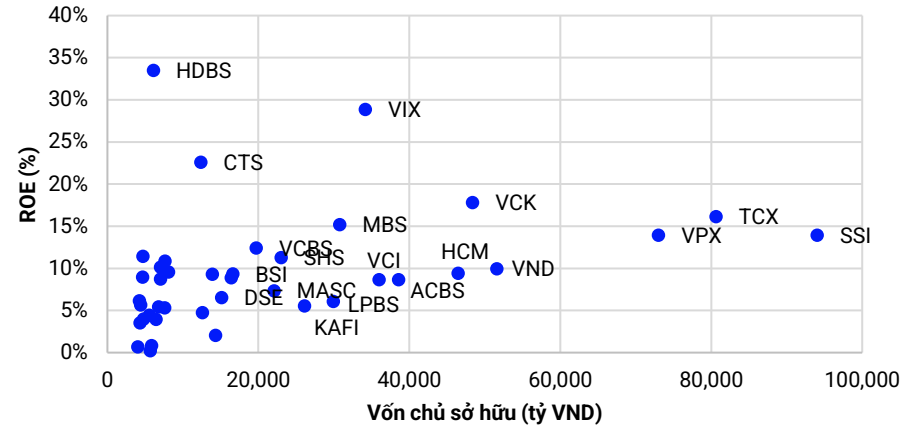
- Hiệu ứng quy mô vốn: Cho vay ký quỹ đòi hỏi vốn chủ sở hữu lớn; các CTCK nhỏ và không có ngân hàng mẹ khó có thể cạnh tranh vì bị giới hạn tỷ lệ đòn bẩy tối đa (theo TT 121/2020/TT-BTC và các quy định bổ sung).
- Đầu tư công nghệ tạo rào cản: một số CTCK có mức tăng trưởng đột phá nhờ đầu tư vào nền tảng công nghệ giao dịch và ứng dụng di động, nhằm tối ưu hóa trải nghiệm khách hàng và gia tăng năng lực vận hành, trong khi các CTCK nhỏ thiếu nguồn lực để bắt kịp.
- Phân hóa ROE rõ rệt: Top 10 CTCK có ROE bình quân ở mức 14,3%, 10 CTCK tiếp theo có ROE bình quân 7,8%; phần lớn các CTCK còn lại có ROE dưới 10%, không đủ hấp dẫn nhà đầu tư dài hạn, dẫn đến rút vốn và thu hẹp hoạt động.
- Chính sách đẩy nhanh hội nhập: NĐ 245/2025/NĐ-CP mở rộng room ngoại lên 100% đối với CTCK, tạo áp lực cạnh tranh từ vốn ngoại và thúc đẩy M&A trong ngành.

**Biểu đồ 13: Top 10 CTCK về thị phần môi giới sàn HOSE**



Nguồn: SNI Ratings

**Biểu đồ 14: Phân bố ROE năm 2025 của top 40 CTCK**



Nguồn: SNI Ratings

## II. Hoạt động của các công ty chứng khoán

### 1. Sự đa dạng và ổn định trong hoạt động kinh doanh

Năm 2025 là năm bứt phá vượt bậc của ngành chứng khoán Việt Nam, quy mô ngành tăng trưởng mạnh với tổng tài sản đạt hơn 900 nghìn tỷ đồng, và tổng doanh thu hoạt động và tổng lợi nhuận sau thuế cùng tăng mạnh 51% và 67% so với năm 2024, đạt hơn 116 nghìn tỷ đồng và 39,6 nghìn tỷ đồng. Động lực tăng trưởng đến từ cả ba mảng: (1) thanh khoản bùng nổ kéo theo doanh thu môi giới tăng, (2) cho vay ký quỹ hưởng lợi từ lãi suất thấp, và (3) danh mục đầu tư ghi nhận lãi cao trong môi trường thị trường thuận lợi.

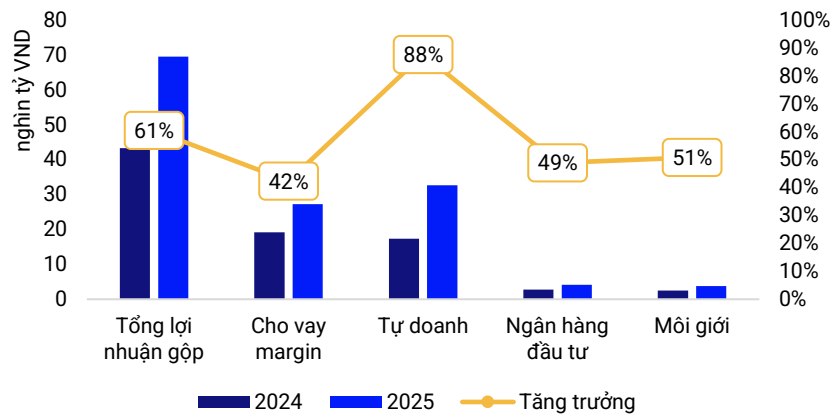
Điểm nổi bật của ngành là sự phụ thuộc ngày càng gia tăng vào hoạt động tự doanh và cho vay ký quỹ, hai mảng chiếm lần lượt 47% và 39,2% tổng lợi nhuận của top 40 CTCK năm 2025, trong khi các mảng tạo thu nhập phí ổn định hơn như môi giới (5,4%) và ngân hàng đầu tư (5,9%) vẫn còn khiêm tốn.

#### Kết quả kinh doanh các mảng hoạt động chính của top 40 CTCK (tỷ VND)

Mảng hoạt động	Doanh thu	Lợi nhuận gộp	Tăng trưởng doanh thu	Tăng trưởng lợi nhuận gộp	Tỷ trọng doanh thu	Tỷ trọng lợi nhuận
<b>Tổng</b>	<b>111,354</b>	<b>69,696</b>	<b>51%</b>	<b>61%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Tự doanh	53,569	32,731	69%	88%	48.1%	47.0%
Cho vay ký quỹ	32,994	27,329	43%	42%	29.6%	39.2%
Môi giới	17,952	3,742	32%	51%	16.1%	5.4%
Ngân hàng đầu tư	4,674	4,131	42%	49%	4.2%	5.9%
Khác	2,164	1,919	0%	26%	1.9%	2.8%

Nguồn: SNI Ratings

Biểu đồ 15: Tăng trưởng lợi nhuận của ngành chứng khoán năm 2025



Nguồn: SNI Ratings

Biểu đồ 16: Tỷ trọng lợi nhuận theo mảng hoạt động của ngành chứng khoán

Năm	Môi giới	Tự doanh	Cho vay margin	Ngân hàng đầu tư	Khác
2015	13.7%	35.8%	37.0%	7.6%	5.9%
2016	11.0%	38.8%	30.7%	10.6%	8.9%
2017	14.7%	36.0%	34.6%	11.9%	2.8%
2018	19.6%	30.0%	31.7%	15.0%	3.6%
2019	5.5%	37.5%	36.8%	16.9%	3.3%
2020	8.5%	44.6%	28.5%	14.6%	3.8%
2021	19.0%	36.7%	32.4%	9.7%	2.3%
2022	15.7%	20.3%	49.9%	9.1%	5.1%
2023	6.2%	43.2%	38.8%	5.6%	6.1%
2024	5.7%	40.2%	44.2%	6.4%	3.5%
2025	5.4%	47.0%	39.2%	5.9%	2.8%

Nguồn: SNI Ratings

Ngành chứng khoán có đặc thù tính chu kỳ cao, kết quả kinh doanh của ngành biến động mạnh theo chu kỳ nền kinh tế, chính sách tiền tệ và chu kỳ của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, các công ty chứng khoán có các mô hình kinh doanh khác nhau cũng dẫn đến mức độ ổn định khác nhau.

### 1.1. Tự doanh

**Mảng Tự doanh** chiếm tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận lớn nhất trong hoạt động của các CTCK, nhưng cũng có mức độ rủi ro cao do danh mục đầu tư của các CTCK thường bám sát diễn biến thị trường. Mặt khác, từ khi thị trường phái sinh được vận hành từ năm 2017, ngày càng có nhiều công cụ phòng ngừa rủi ro giúp các CTCK chủ động hơn trước các biến động của thị trường, như hợp đồng tương lai VN30, VN100, chứng quyền có bảo đảm. Nhờ đó, tổng lợi nhuận mảng này của toàn thị trường ghi nhận mức dương liên tục trong 10 năm gần đây kể cả trong các giai đoạn biến động mạnh, tuy nhiên kết quả lợi nhuận của các CTCK phân hóa mạnh trong các giai đoạn này. Trong năm 2025, tổng danh mục đầu tư chiếm 40% tài sản của các CTCK và tạo ra 47% lợi nhuận. Diễn biến thị trường thuận lợi giúp lợi nhuận mảng tự doanh tăng 88% trong năm 2025, là mảng tăng mạnh nhất và đóng góp gần 60% mức tăng lợi nhuận của ngành.

Danh mục đầu tư của các CTCK được phân chia làm 3 nhóm tài sản chính bao gồm: Cổ phiếu, Trái phiếu, và Công cụ thị trường tiền tệ. Phân tích cơ cấu danh mục đầu tư cho thấy rõ khẩu vị rủi ro khác nhau đáng kể giữa các CTCK.

- **Công cụ thị trường tiền tệ chiếm tỷ trọng lớn nhất với 40% tổng danh mục đầu tư toàn ngành chứng khoán** tại thời điểm cuối năm 2025, hay 16% tổng tài sản của ngành, điều này giúp đảm bảo sự ổn định cho lợi nhuận đầu tư của các CTCK. SSI, ACBS, MBS, VCK là các CTCK có tỷ trọng công cụ thị trường tiền tệ cao nhất trong nhóm top đầu, phản ánh quan điểm đầu tư thận trọng của các công ty này.
- **Trái phiếu là nhóm tài sản lớn thứ hai, chiếm 37% tổng danh mục các CTCK.** Tuy là tài sản có thu nhập cố định, trái phiếu cũng có mức độ rủi ro nhất định tùy thuộc vào tổ chức phát hành. TCX, HCM, VPX, VND là các công ty đầu tư mạnh mẽ vào trái phiếu.
- **Cổ phiếu** là nhóm tài sản rủi ro nhất và chỉ chiếm 21,8% tổng danh mục. VCI và VIX là các công ty nổi bật có danh mục cổ phiếu lớn, trong đó VCI có thế mạnh về hoạt động ngân hàng đầu tư, trong khi VIX có danh mục đầu tư tập trung chủ yếu vào các công ty trong cùng hệ sinh thái.

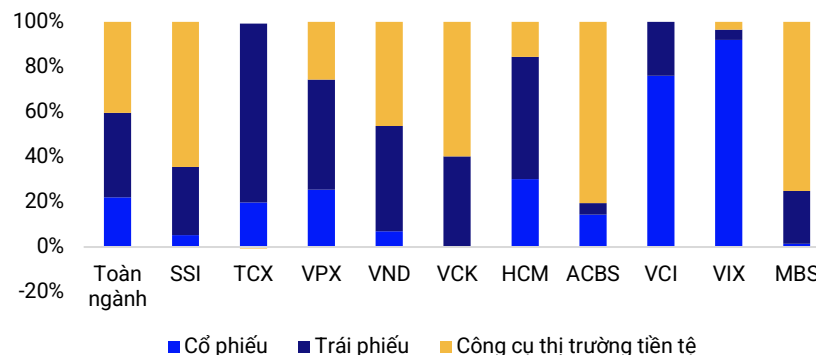
Rủi ro hệ thống của mảng tự doanh đến từ các khía cạnh sau:

- **Rủi ro định giá (mark-to-market):** Danh mục FVTPL phải ghi nhận lãi/lỗ chưa thực hiện vào bảng kết quả kinh doanh hàng quý. Khi thị trường điều chỉnh, các CTCK có tỷ trọng đầu tư FVTPL cao có thể chịu tác động mạnh ngay trong kỳ.
- **Rủi ro thanh khoản danh mục:** Một số cổ phiếu trong danh mục tự doanh có thanh khoản hạn chế, khi cần tất toán nhanh, thị trường có thể không hấp thụ đủ khối lượng, dẫn đến thiệt hại kép.
- **Rủi ro lãi suất với danh mục trái phiếu:** Các CTCK giữ trái phiếu dài hạn phân loại AFS/HTM chịu rủi ro định giá lại khi lãi suất tăng. Đặc biệt nhạy cảm với biến động lợi suất trái phiếu chính phủ và lãi suất liên ngân hàng.
- **Rủi ro tập trung:** Một số CTCK có danh mục tự doanh tập trung vào nhóm cổ phiếu liên quan đến cổ đông lớn hoặc các công ty trong hệ sinh thái, do đó rủi ro xung đột lợi ích và rủi ro giá thao túng không được phản ánh đầy đủ vào BCTC.

**Biểu đồ 17: Tỷ trọng lợi nhuận theo mảng hoạt động của các CTCK năm 2025**

CTCK	Môi giới	Tự doanh	Cho vay margin	Ngân hàng đầu tư	Khác
SSI	9.7%	43.6%	46.1%	0.2%	0.5%
TCX	5.7%	34.2%	37.2%	20.2%	2.8%
VPX	-0.2%	54.8%	28.7%	14.7%	2.0%
VND	8.4%	58.6%	30.1%	3.7%	-0.9%
VCK	14.0%	30.3%	50.7%	2.5%	2.4%
HCM	20.5%	29.3%	47.5%	1.6%	1.1%
ACBS	6.4%	82.0%	11.8%	0.0%	-0.2%
VCI	10.6%	31.7%	46.5%	0.2%	11.0%
VIX	1.6%	83.3%	14.9%	0.2%	-0.1%
MBS	6.2%	25.4%	60.4%	0.2%	7.8%

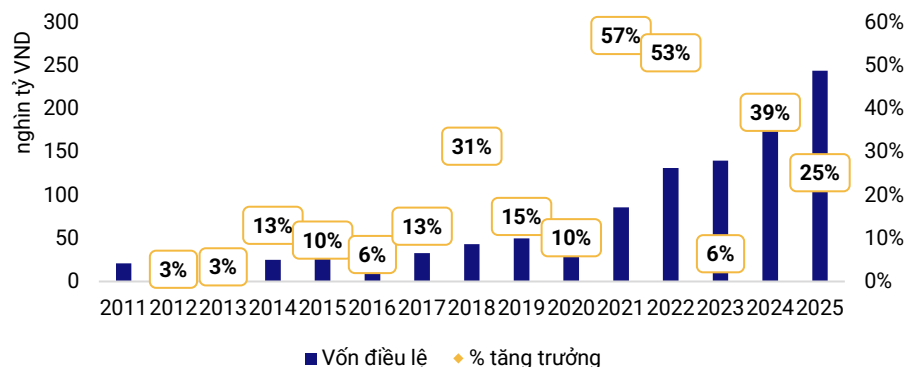
Nguồn: SNI Ratings

**Biểu đồ 18: Tỷ trọng tài sản trong danh mục đầu tư của Top 10 CTCK**


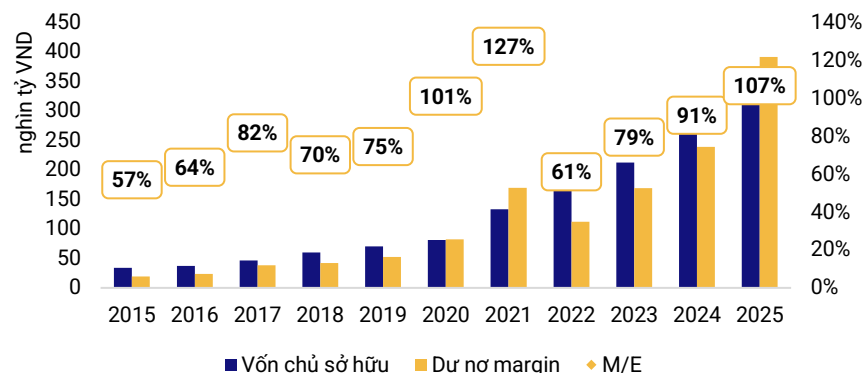
Nguồn: SNI Ratings

## 1.2. Cho vay ký quỹ

**Cho vay ký quỹ** là mảng hoạt động quan trọng thứ hai của các CTCK, với tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận ngày càng tăng, chiếm 29,6% tổng doanh thu và 39,2% tổng lợi nhuận của ngành năm 2025. Quan trọng hơn, dư nợ cho vay ký quỹ đạt mức 401 nghìn tỷ VND (chiếm 46,7% tổng tài sản toàn ngành) phản ánh đòn bẩy tài sản của ngành chứng khoán đang ở mức rất cao. Nếu so với quy mô thị trường chứng khoán, tổng dư nợ cho vay ký quỹ tương đương 3,9% tổng giá trị vốn hóa toàn thị trường (hay 10,3% giá trị vốn hóa tự do chuyển nhượng) vào cuối năm 2025, đây là mức dư nợ rất lớn, so với mức 1,8% của thị trường Mỹ, 2,3% của thị trường Trung Quốc (4,7% vào giai đoạn thị trường tạo đỉnh năm 2015), làm tăng áp lực lên sức chịu đựng của hệ thống trong các kịch bản thị trường bất lợi.

**Biểu đồ 19: Vốn điều lệ của các CTCK tăng mạnh trong 5 năm gần đây**


Nguồn: SNI Ratings

**Biểu đồ 20: Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/Vốn chủ sở hữu của top 40 CTCK tăng dần nhưng vẫn trong ngưỡng an toàn**


Nguồn: SNI Ratings

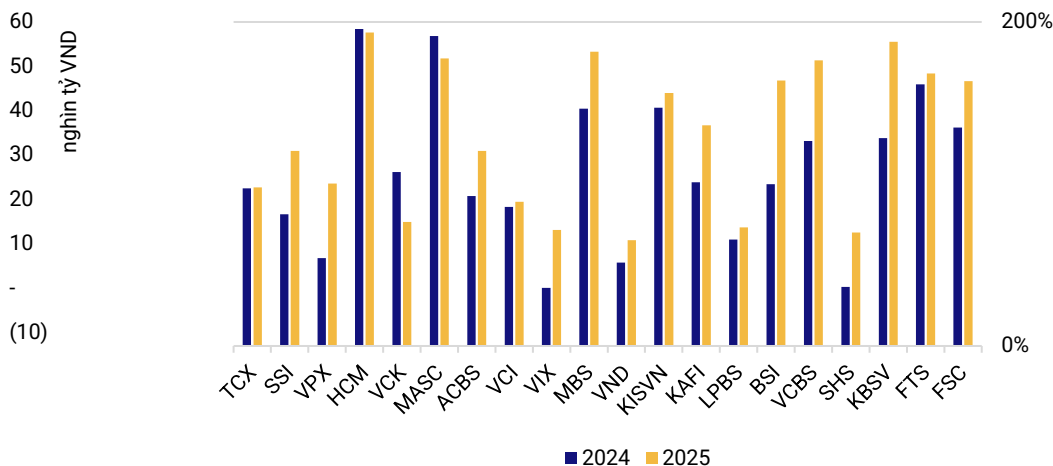
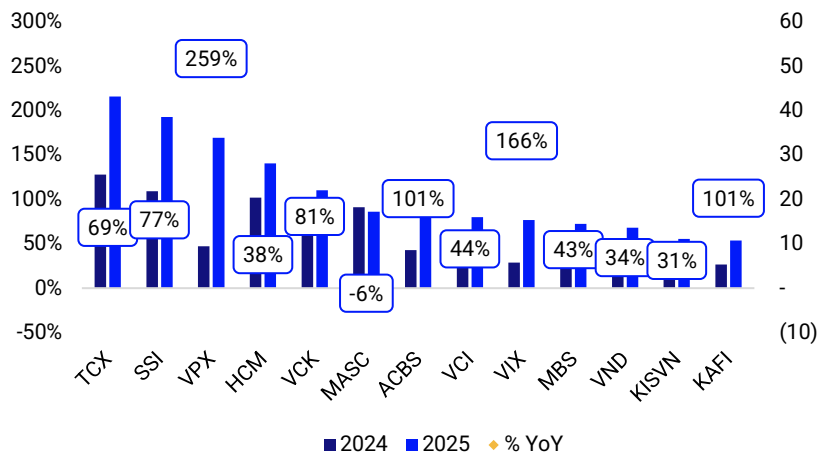
Theo quy định về an toàn tài chính, dư nợ cho vay ký quỹ của mỗi CTCK không được vượt quá 200% vốn chủ sở hữu. Dư nợ cho vay ký quỹ liên tục tăng mạnh trong 3 năm gần đây, tăng 64% trong năm 2025 và tăng 3,5 lần so với cuối năm 2022. Nhờ tăng mạnh hơn vốn chủ sở hữu, dư nợ cho vay ký quỹ vào thời điểm cuối năm 2025 đạt 107% vốn chủ sở hữu, đây vẫn là ngưỡng an toàn được cho phép. Tuy nhiên, có nhiều công ty đang tiệm cận mức trần như HCM (194%), MBS (182%), VCBS

(176%), MASC (177%), KBSV (188%). Đây cũng là động lực chính thúc đẩy các CTCK tiếp tục tăng vốn nhằm mở rộng dư địa cho vay và đáp ứng nhu cầu đòn bẩy tăng mạnh của nhà đầu tư.

Về thị phần cho vay ký quỹ, TCX tiếp tục dẫn đầu thị trường năm thứ 3 liên tiếp, với tổng dư nợ 43,2 nghìn tỷ vào cuối năm 2025, tăng 69% so với năm trước. Cuộc đua cho vay ký quỹ lan rộng khi hầu hết các CTCK còn lại đều có mức tăng trên 30%, nổi bật nhất là VPX đã tăng mạnh 3,6 lần lên 33,9 nghìn tỷ và lọt vào top 3 CTCK về thị phần cho vay ký quỹ. Trong cuộc đua cho vay ký quỹ, lợi thế thuộc về các CTCK có nền tảng vốn mạnh mẽ, đặc biệt là các CTCK có hậu thuẫn từ ngân hàng và các CTCK nước ngoài có những lợi thế đặc thù.

**Biểu đồ 21: Các CTCK cùng đẩy mạnh dư nợ cho vay ký quỹ trong năm 2025**

**Biểu đồ 22: Tỷ lệ cho vay ký quỹ /Vốn chủ sở hữu của top 20 CTCK**



Nguồn: SNI Ratings

Nguồn: SNI Ratings

Mảng cho vay ký quỹ mang đặc thù rủi ro tín dụng gắn liền với rủi ro thị trường. Khi thị trường giảm, không chỉ tài sản đảm bảo (cổ phiếu) mất giá trị mà khả năng bổ sung ký quỹ của khách hàng cũng giảm. Cả hai yếu tố xảy ra đồng thời, tạo ra vòng xoáy âm:

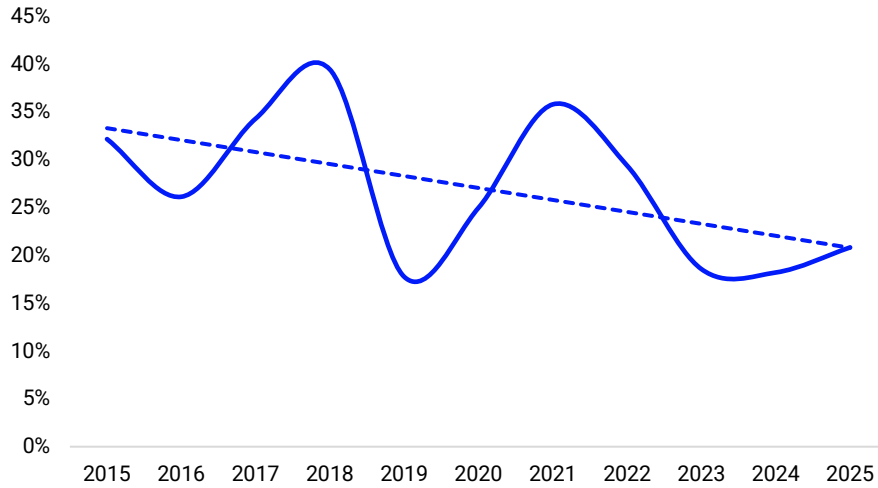
- Thị trường giảm → tài sản đảm bảo mất giá → CTCK gọi ký quỹ → nhà đầu tư bán cưỡng bức → tăng áp lực bán thị trường → thị trường giảm thêm.
- Tỷ lệ cho vay ký quỹ /tổng tài sản của nhiều CTCK ở mức 45%-80%, đây là tỷ lệ đòn bẩy tài sản rất cao, đặc biệt khi tài sản đảm bảo là cổ phiếu Việt Nam vốn có biến động lớn và thanh khoản không ổn định.

### 1.3. Môi giới chứng khoán

**Môi giới chứng khoán** là mảng kinh doanh truyền thống của các CTCK, tuy nhiên ngày càng thu hẹp khi các CTCK mở rộng thêm nhiều dịch vụ mới trong lĩnh vực tài chính. Mảng môi giới chứng khoán chiếm 16,1% tổng doanh thu ngành (18 nghìn tỷ VND), nhưng có biên lợi nhuận gộp thấp nhất trong bốn mảng chính (~20,8%), phản ánh cuộc chiến giành thị phần thông qua cạnh tranh phí hoa hồng. Xu hướng cắt giảm phí môi giới đã xảy ra ở nhiều thị trường phát triển và đang lan rộng sang Việt Nam, đặc biệt từ các CTCK theo định hướng fintech và các nền tảng giao dịch số như DNSE, JBSV hay Pinetree. Chính sách này giúp các công ty chứng khoán cạnh tranh thu hút khách hàng, mở rộng thị phần, hy sinh nguồn thu từ môi giới để đổi lại tệp khách hàng rộng hơn qua đó bán chéo các sản phẩm khác như tư vấn đầu tư, cho vay ký quỹ.

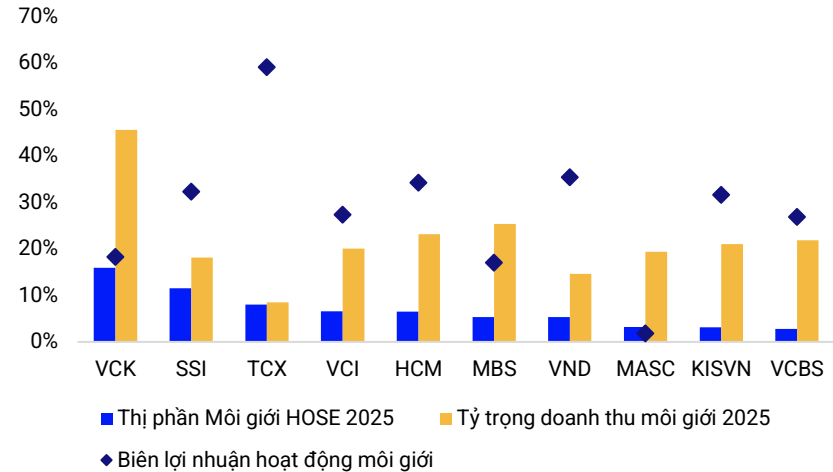
VCK là CTCK dẫn đầu ở mảng môi giới, với mảng này chiếm 45,6% doanh thu, phản ánh chiến lược định vị là "CTCK bán lẻ số 1". Đây cũng là lý do VCK đầu tư mạnh vào hệ thống công nghệ và trải nghiệm người dùng. Các công ty khác trong nhóm top đầu thị phần như SSI, HCM, VCI, VND, MBS đều duy trì tỷ trọng doanh thu môi giới ở khoảng trên dưới 20%, phản ánh chiến lược đa dạng, duy trì thị phần để phát triển hệ sinh thái sản phẩm tài chính. Tuy nhiên, để duy trì vị thế dẫn đầu, VCK chấp nhận biên lợi nhuận hoạt động môi giới thấp hơn thị trường chung, chỉ 18,3%, trong khi các CTCK top đầu duy trì ở mức trên 30%.

**Biểu đồ 23: Biên lợi nhuận hoạt động môi giới có xu hướng giảm**



Nguồn: SNI Ratings

**Biểu đồ 24: Hoạt động môi giới của các CTCK top đầu thị phần**



Nguồn: SNI Ratings

Mảng môi giới đối mặt với hai áp lực cấu trúc dài hạn: (i) xu hướng cạnh tranh về phí từ các nền tảng giao dịch số, (ii) sự tập trung ngày càng cao vào giao dịch thuật toán và phái sinh làm giảm hoa hồng tính theo % giá trị giao dịch. Tuy nhiên, đây cũng là mảng có rủi ro vốn thấp nhất, không yêu cầu vốn tự có lớn, không chịu rủi ro tín dụng hay thị trường trực tiếp. Về dài hạn, các CTCK có nền tảng số mạnh và tệp khách hàng bán lẻ lớn sẽ có lợi thế bán chéo sản phẩm sang cho vay ký quỹ và các sản phẩm đầu tư.

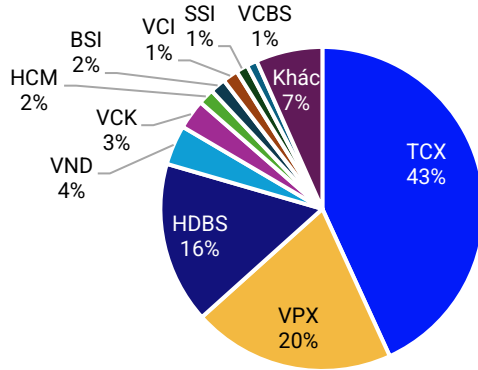
#### 1.4. Ngân hàng đầu tư

**Mảng Ngân hàng đầu tư (IB)** chiếm tỷ trọng khá nhỏ trong hoạt động của các CTCK Việt Nam, với 4,2% tổng doanh thu và 5,9% tổng lợi nhuận toàn ngành. Dịch vụ IB bao gồm các hoạt động tư vấn phát hành, bảo lãnh phát hành cổ phiếu, bảo lãnh phát hành trái phiếu doanh nghiệp, tư vấn mua bán & sáp nhập và cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước. Đặc thù của dịch vụ IB chủ yếu nằm ở thị trường sơ cấp, phụ thuộc từng dự án và không tương quan nhiều với quy mô giao dịch chứng khoán thứ cấp nên khó có khả năng đẩy mạnh bằng cách tăng vốn thuần túy.

TCX, VPX và HDBS là các công ty hoạt động nổi bật ở lĩnh vực ngân hàng đầu tư, với tổng doanh thu của 3 công ty này chiếm 80% tổng doanh thu toàn ngành. Đây cũng là số ít công ty có tỷ trọng doanh thu mảng IB trên 10% (TCX: 18%, VPX: 12%, HDBS: 36%). Các công ty này có điểm chung là được hưởng lợi thế từ hệ sinh thái ngân hàng mẹ và hoạt động mạnh ở mảng tư vấn phát hành trái phiếu.

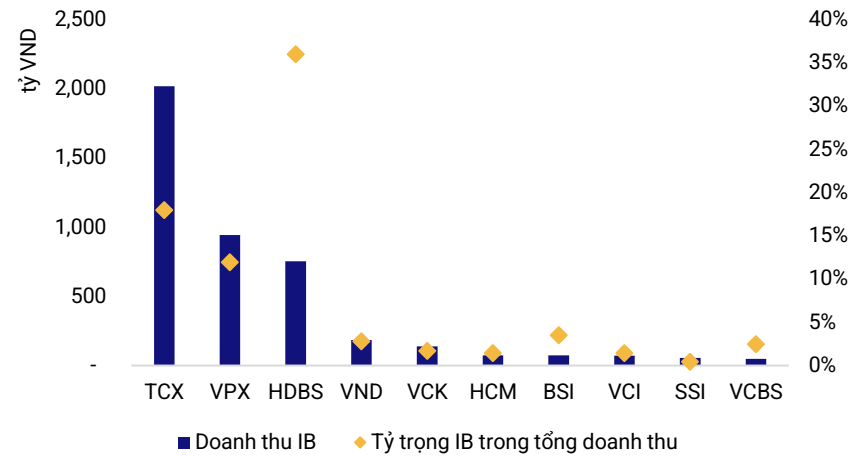
Mặc dù đây là dịch vụ thu phí, hoạt động IB phụ thuộc vào thị trường vốn sơ cấp có tính chu kỳ rõ nét. Trong môi trường lãi suất tăng hoặc tâm lý thị trường kém tích cực, các thương vụ phát hành cổ phiếu và trái phiếu bị trì hoãn, làm doanh thu IB sụt giảm đột ngột. Bên cạnh đó, các công ty này cũng phát triển mạnh mảng đầu tư trái phiếu và có thể chịu rủi ro kếp từ thị trường trái phiếu sơ cấp và thứ cấp.

**Biểu đồ 25: Thị phần mảng Ngân hàng đầu tư năm 2025**



Nguồn: SNI Ratings

**Biểu đồ 26: Hoạt động IB của các CTCK top đầu**



Nguồn: SNI Ratings

Nhìn chung, cơ cấu tài sản và doanh thu ngành chứng khoán Việt Nam phản ánh mức độ rủi ro hệ thống ở ba điểm:

- Phụ thuộc kép vào thị trường chứng khoán: Với 48,1% doanh thu từ tự doanh và 46,7% tổng tài sản là dư nợ cho vay ký quỹ, cả hai đều có tương quan cao với biến động VN-Index, theo đó các công ty chứng khoán phản ánh biến động thị trường mạnh mẽ theo cả hai chiều tăng và giảm.
- Rủi ro hệ thống từ bán giải chấp: Tổng dư nợ cho vay ký quỹ của TTCK Việt Nam hiện tương đương 3,9% tổng giá trị vốn hóa toàn thị trường, đây là mức rất cao so với thị trường quốc tế (Mỹ: 1,8%, Trung Quốc hiện tại 2,3%, đỉnh 2015 4,7%). Trong tình huống bất lợi của thị trường, sự kiện gọi ký quỹ xảy ra đồng loạt ở các CTCK, áp lực bán cưỡng bức có thể vượt khả năng hấp thụ của thị trường. Đây là cơ chế lan truyền rủi ro trong các đợt điều chỉnh lớn.
- Tập trung vào cổ phiếu tài chính-bất động sản: Danh mục tự doanh và tài sản đảm bảo cho vay ký quỹ tại nhiều CTCK tập trung vào cổ phiếu ngành tài chính và bất động sản, hai ngành có tính chu kỳ cao và thường biến động cùng chiều trong các giai đoạn bất ổn.

Các CTCK với cơ cấu hoạt động khác nhau cũng vì thế mang đặc thù rủi ro khác nhau, với các nhóm chính như sau:

- **Nhóm Tự doanh cao:** Đây là nhóm có rủi ro thị trường cao, và có tương quan cao với biến động của VN-Index, đặc biệt là các công ty có tỷ lệ tài sản cổ phiếu cao như VIX, AAS, với danh mục thường tập trung vào ít cổ phiếu dẫn đến rủi ro tập trung lớn. Các công ty có tỷ trọng trái phiếu và công cụ thị trường tiền tệ nhiều hơn như VND, VPX, ACBS, SHS, KAFI, CTS có doanh thu ổn định hơn, tuy nhiên mức độ rủi ro phân hóa tùy thuộc chất lượng trái phiếu nắm giữ.
- **Nhóm Cho vay ký quỹ cao:** Tỷ trọng cho vay ký quỹ >40% doanh thu, tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ /tổng tài sản cao (55%–84%). Nhóm này có doanh thu ổn định hơn Nhóm 1 nhưng chứa đựng rủi ro tín dụng và thanh khoản tiềm ẩn. Các CTCK thuộc nhóm này: FTS, KBSV, Mirae Asset, Yuanta, Pinetree
- **Nhóm Phí dịch vụ:** Doanh thu phí từ môi giới và IB chiếm ưu thế (>35%). Các CTCK thuộc nhóm này điển hình có VCK.
- **Nhóm Đa dạng:** Danh mục kinh doanh đa dạng giúp phân tán rủi ro nhưng đồng thời đòi hỏi năng lực quản trị tổng thể cao hơn. Các CTCK thuộc nhóm này: SSI, TCX, VCI, HCM, MBS,...

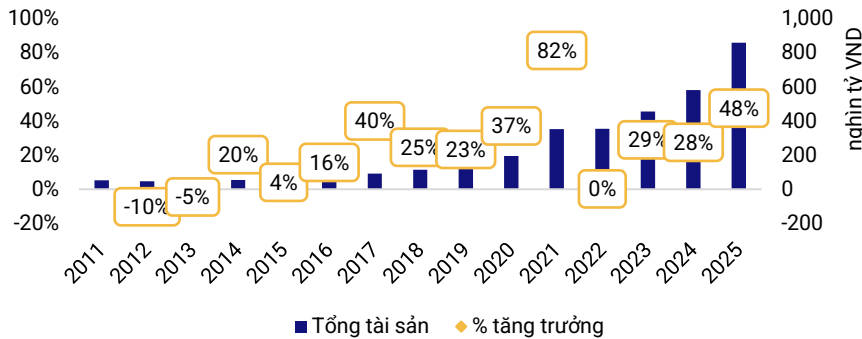
## 2. Nguồn vốn và thanh khoản

**Tổng tài sản toàn ngành tăng từ 612 nghìn tỷ đồng năm 2024 lên 904 nghìn tỷ đồng năm 2025, tương ứng tăng 48%, phần lớn đến từ việc mở rộng danh mục cho vay ký quỹ (+64%) và tăng vốn chủ sở hữu (+40%).**

Tổng vốn chủ sở hữu toàn ngành tăng 40% trong năm 2025 đạt 398,9 nghìn tỷ đồng. Động lực tăng vốn đến từ hai nguồn: (1) phát hành riêng lẻ/phát hành quyền mua cho cổ đông hiện hữu trong năm (SSI, HCM, MBS, TCX); (2) lợi nhuận giữ lại tăng từ 51,8 ngàn tỷ lên 73,5 nghìn tỷ đồng.

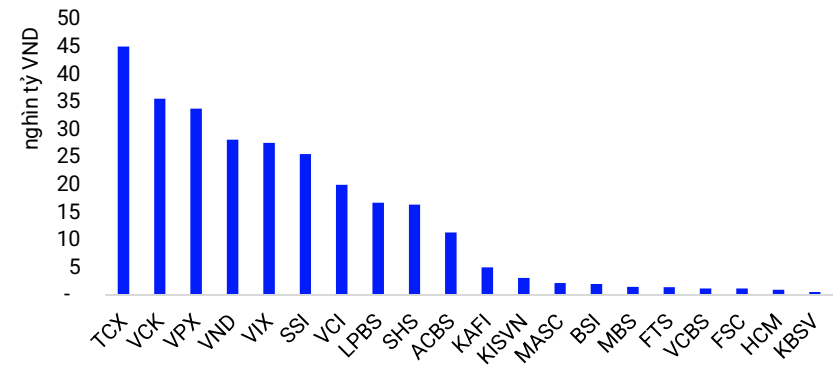
**Tỷ lệ Dư nợ cho vay ký quỹ /Vốn chủ sở hữu toàn ngành tăng từ 91% (2024) lên 107% (2025).** Với giới hạn quy định ở mức 2 lần vốn chủ sở hữu, dư địa của ngành vẫn còn khá lớn, nhưng ở cấp độ từng CTCK, một số đã tiến gần ngưỡng này (HCM 194%, MBS 182%, Mirae Asset 177%).

**Biểu đồ 27: Quy mô tài sản của ngành chứng khoán tăng mạnh**



Nguồn: SNI Ratings

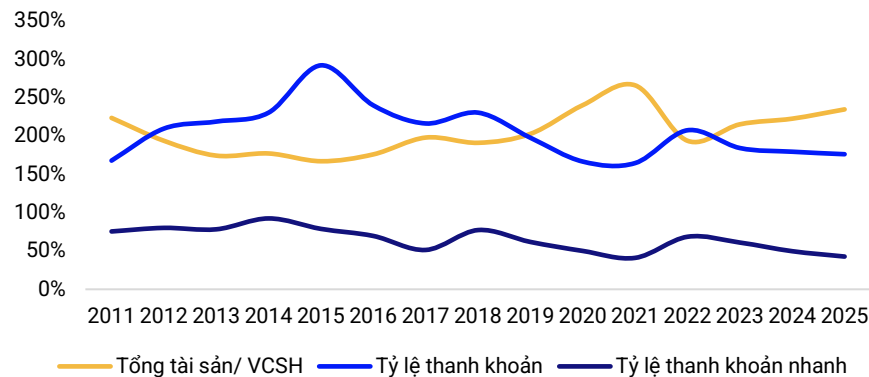
**Biểu đồ 28: Dư địa cho vay ký quỹ của các CTCK vào cuối năm 2025**



Nguồn: SNI Ratings

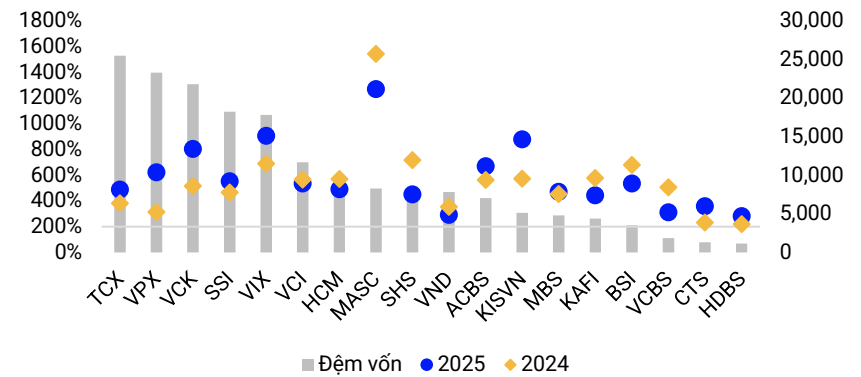
**Cơ cấu vốn toàn ngành cuối năm 2025** gồm 55,9% nợ phải trả và 44,1% vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ đòn bẩy (Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu) vào cuối năm 2025 ghi nhận ở 235% là mức không quá cao, tuy nhiên có xu hướng tăng dần trong 4 năm gần đây, cần theo dõi sát trong các quý tới.

**Biểu đồ 29: Tỷ lệ tài sản ngắn hạn/Phải trả ngắn hạn của ngành CK giảm dần**



Nguồn: SNI Ratings

**Biểu đồ 30: CAR 2024-2025 và đệm vốn cuối năm 2025**

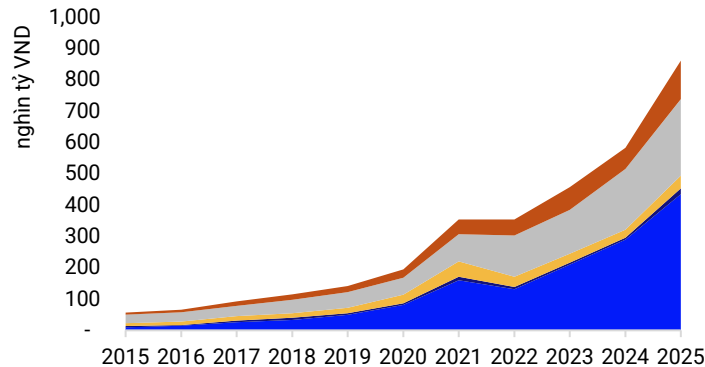


Nguồn: SNI Ratings

**Cơ cấu nguồn vốn lệch về ngắn hạn:** 96% nợ phải trả của ngành là ngắn hạn, trong đó 88% là vay ngắn hạn (chủ yếu vay ngân hàng <12 tháng). Phát hành trái phiếu (cả ngắn hạn và dài hạn) chỉ chiếm 4,6% tổng nợ phải trả (22,6 nghìn tỷ/ 494 nghìn tỷ), tỷ trọng nợ dài hạn trên tổng nợ phải trả chỉ chiếm 3,8%, khiến nguồn vốn lệch mạnh về phía ngắn hạn. Vay ngắn hạn chiếm tới 51% tổng cộng nguồn vốn của ngành chứng khoán cho thấy sự phụ thuộc lớn vào nguồn vốn vay ngắn hạn từ các ngân hàng. Trong khi tình trạng này phổ biến ở hầu hết các CTCK, một số CTCK đã tiến hành huy động vốn dài hạn từ nguồn trái phiếu như ORS, VDS, VCK, DSE, TCX, MBS, VND.

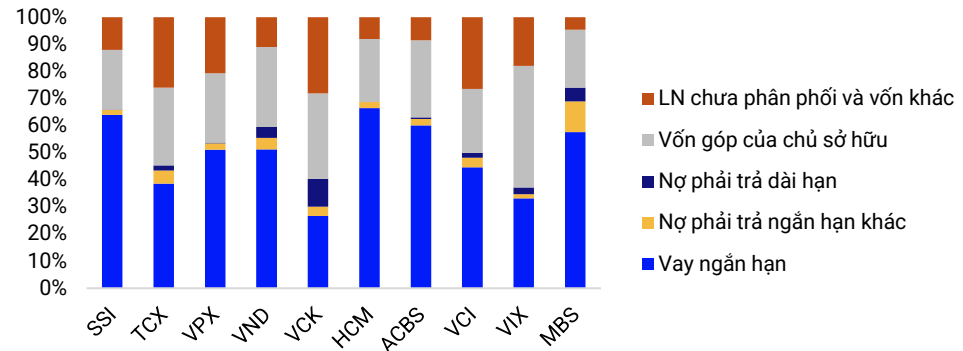
Tỷ lệ thanh khoản (Tài sản ngắn hạn/Phải trả ngắn hạn) có xu hướng giảm dần về 1.76x trong năm 2025 so với 2.07x trong năm 2022 và so với mức đỉnh 2.92x trong 2015, trong đó nếu chỉ tính các tài sản thanh khoản nhanh (Tiền và tương đương tiền và Đầu tư công cụ thị trường tiền tệ), mức độ tài trợ chỉ đạt 43% phải trả ngắn hạn. Tỷ lệ này vẫn còn khoảng cách so với mức sàn (1.0x) quy định theo Thông tư 121/2020/TT-BTC, tuy nhiên một số CTCK chỉ đạt 1.2x-1.3x cần được theo dõi sát. Việc các CTCK phụ thuộc phần lớn vào vay ngắn hạn từ ngân hàng để tài trợ hoạt động là điểm dễ tổn thương khi môi trường tín dụng thắt chặt, gây ra các áp lực lên nghĩa vụ chi trả trong ngắn hạn nếu có sự bất cân xứng về dòng tiền.

**Biểu đồ 31: Vay ngắn hạn chiếm ½ cơ cấu Nguồn vốn của ngành chứng khoán**



Nguồn: SNI Ratings

**Biểu đồ 32: Cơ cấu Nguồn vốn của các CTCK**



Nguồn: SNI Ratings

**Tỷ lệ vốn khả dụng (CAR):** Thông tư 91/2020/TT-BTC quy định CAR tối thiểu với các CTCK là 180% (Tỷ lệ Vốn khả dụng/Tổng giá trị rủi ro). Dưới mức này, CTCK bị đặt vào diện cảnh báo; dưới 150% là diện kiểm soát đặc biệt. Tất cả 18 CTCK trong danh sách quan sát đều tuân thủ trên ngưỡng quy định 180%, tuy nhiên mức độ phân hóa giữa các CTCK rất rộng. Top 5 CTCK bao gồm TCX, VPX, VCK, SSI và VIX đều có hệ số CAR ở mức cao 500% - 900% và cải thiện so với năm 2024 nhờ phát hành tăng vốn thành công, cho thấy dư địa tăng vốn cho vay ký quỹ và mở rộng danh mục đầu tư còn đáng kể. VCI, HCM, SHS và Mirae Asset có CAR giảm nhẹ nhưng vẫn ở mức an toàn trên 450%. Ngược lại, VND, HDBS và VCBS có mức CAR suy giảm về mức thấp và cần theo dõi.

Nhìn chung, các CTCK Việt Nam đang trải qua giai đoạn mở rộng quy mô nhanh chóng để đáp ứng nhu cầu tăng nhanh của thị trường và nhà đầu tư. Cơ cấu vốn tương đối an toàn với mức độ đòn bẩy không quá cao và tỷ lệ vốn khả dụng của đa số công ty trong mức an toàn. Tuy nhiên, tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu tăng nhanh và nguồn vốn lệch mạnh về ngắn hạn là hai vấn đề đáng lo ngại, cần được theo dõi trong các quý tiếp theo.

### III. Triển vọng tín nhiệm ngành chứng khoán năm 2026

#### 1. Môi trường vĩ mô thuận lợi nhưng tiềm ẩn rủi ro

##### a) Tăng trưởng kinh tế cao thúc đẩy thị trường chứng khoán

Như chúng tôi đã trình bày trong báo cáo **Triển vọng kinh tế vĩ mô 2026**, năm 2026 mở đầu cho kế hoạch 5 năm 2026-2030, khi Việt Nam đặt tham vọng tăng trưởng GDP từ 10% trở lên. Để đạt mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao, chính sách tài khóa mở rộng được xác định là động lực chính bên cạnh chính sách tiền tệ hỗ trợ. Môi trường kinh doanh thông thoáng được kỳ vọng sẽ thúc đẩy lợi nhuận doanh nghiệp cũng như giá cổ phiếu và quy mô giao dịch trên thị trường chứng khoán, đây là yếu tố tác động tích cực tới triển vọng ngành chứng khoán nhờ (i) tăng phí giao dịch và lãi cho vay ký quỹ, (ii) đẩy mạnh lợi nhuận danh mục đầu tư, và (iii) đẩy mạnh các hoạt động phát hành cổ phiếu và trái phiếu để huy động vốn cho doanh nghiệp.

##### b) Lãi suất chịu áp lực tăng, rủi ro tỷ giá cần theo dõi

Chênh lệch lớn giữa huy động và tín dụng khiến căng thẳng thanh khoản kéo dài trong hệ thống ngân hàng, gây áp lực lên nguồn cung tín dụng. Mặt khác, nhu cầu tín dụng có xu hướng tăng mạnh từ cả khu vực công và tư với danh mục dự án đầu tư rất lớn. Áp lực từ cả phía cung và cầu có thể đẩy lãi suất lên cao hơn so với mặt bằng thấp duy trì trong cả năm 2025. Rủi ro lãi suất cho các CTCK thể hiện ở các khía cạnh:

- (i) Tăng chi phí vốn: Phần lớn CTCK phụ thuộc vốn vay ngân hàng ngắn hạn và phát hành trái phiếu. Chi phí vốn tăng nhưng CTCK khó có thể chuyển toàn bộ mức tăng sang khách hàng vay do cạnh tranh cao, khiến NIM có xu hướng co lại, ảnh hưởng lợi nhuận.
- (ii) Rủi ro định giá lại tài sản: Các tài sản TPDN/TPCP trong danh mục HTM có thể phải ghi nhận lỗ chưa thực hiện khi lãi suất tăng, tuy không phải ghi nhận vào báo cáo kết quả kinh doanh, điều này có thể làm bào mòn vốn chủ sở hữu.
- (iii) Nếu lãi suất tăng quá mạnh có thể ảnh hưởng tới các doanh nghiệp niêm yết và ảnh hưởng tới triển vọng tăng giá cổ phiếu trên diện rộng.

Tuy vậy, thông điệp Chính phủ đưa ra là duy trì định hướng lãi suất ổn định để hỗ trợ sản xuất kinh doanh, do đó chúng tôi đánh giá áp lực này sẽ không quá lớn trong ngắn hạn, các CTCK có bộ đệm vốn tốt sẽ có thể có lợi thế hơn trước áp lực này.

Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá áp lực tỷ giá sẽ bớt căng thẳng hơn năm 2025. Tuy nhiên, triển vọng này phụ thuộc vào khả năng chiến tranh Iran kéo dài ảnh hưởng tới chi phí năng lượng và lạm phát tổng thể.

#### 2. Khung pháp lý mới và nâng hạng thị trường – Mở ra chu kỳ phát triển mới

Như đã trình bày ở trên, khung pháp lý mới nhìn chung được đánh giá tích cực cho ngành chứng khoán trong trung và dài hạn nhờ tăng cường minh bạch, bảo vệ nhà đầu tư và kỷ luật thị trường, đồng thời đơn giản hóa thủ tục và tháo gỡ các rào cản cho nhà đầu tư nước ngoài tiếp cận thị trường Việt Nam giúp thúc đẩy dòng vốn mới tìm đến TTCK Việt Nam. Quan trọng hơn, Chính phủ mới đã đề xuất kế hoạch xây dựng Đề án cải cách tổng thể thị trường tài chính Việt Nam, với mục tiêu phát triển TTCK trở thành kênh huy động vốn trung - dài hạn chủ lực, sửa Nghị định về TPDN và thúc đẩy Trung tâm Tài chính Quốc tế cho thấy quyết tâm chính trị cao nhất trong việc khơi thông cung - cầu vốn, tháo gỡ các rào cản để đẩy mạnh IPO, thoái vốn doanh nghiệp nhà nước, tạo nền tảng cho chu kỳ tăng trưởng mới của thị trường vốn, trong đó các CTCK đóng vai trò quan trọng đối với thị trường cổ phiếu và trái phiếu cũng như các công cụ tài chính khác.

Sự kiện nâng hạng lên thị trường mới nổi cũng được đánh giá là cột mốc quan trọng trên chặng đường phát triển của TTCK Việt Nam, mở ra nhiều cơ hội mới để thu hút dòng vốn ngoại, tạo động lực tiếp tục cải cách thị trường trong nước, cải thiện về minh bạch quản trị, gia tăng chiều sâu thị trường với nhiều sản phẩm tài chính mới. Từ tháng 9/2026, dòng vốn thụ động từ các quỹ ETF phân bổ vào Việt Nam ước tính có thể đạt 1,44 tỷ USD, chưa kể đến các quỹ chủ động có quy mô lớn hơn.

Hơn nữa, Việt Nam cũng đang tiến gần hơn tới các tiêu chí của MSCI, có thể tính đến khả năng được MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi trong vài năm tới giúp mở rộng cánh cửa để đón thêm dòng vốn ngoại.

Trong ngắn hạn, tác động tới tín nhiệm có thể phân hóa. Do chi phí tuân thủ tăng và yêu cầu vốn, kiểm soát chặt hơn có thể gây áp lực lên lợi nhuận trong ngắn hạn, khiến tín nhiệm phân hóa giữa các CTCK theo hướng CTCK quy mô lớn, quản trị tốt hưởng lợi, trong khi các CTCK nhỏ, đòn bẩy cao đối mặt áp lực tái cấu trúc hoạt động và chi phí tăng mạnh. Điều này sẽ gây áp lực lên ngành chứng khoán vốn đang có mức độ cạnh tranh rất cao đến từ (i) sự gia nhập/quay trở lại mạnh mẽ của nhiều CTCK trực thuộc ngân hàng và tập đoàn lớn với tham vọng xây dựng hệ sinh thái sản phẩm dịch vụ cho khách hàng và (ii) cuộc đua AI/chuyển đổi công nghệ giúp các CTCK có nhiều đột phá về cải thiện hiệu quả hoạt động.

### 3. Kế hoạch kinh doanh và tăng vốn 2026 – Tín hiệu lạc quan từ doanh nghiệp

#### Kế hoạch kinh doanh

Dựa trên kế hoạch kinh doanh năm 2026 đã được công bố, các CTCK nhìn chung khá lạc quan về triển vọng thị trường. Phần lớn CTCK đặt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận trước thuế năm 2026 ở mức hai con số đến trên 50%, với HCM (+56%), VPX (+44%), VCI (+41%), MBS (+31%) và VCK (+29%) dẫn đầu trong nhóm top 10, trong khi SSI (+15%) và TCX (+18% sau khi loại trừ yếu tố đột biến) chọn kịch bản thận trọng hơn. Mức tăng trưởng kế hoạch mạnh mẽ này phản ánh sự đồng thuận cao của các CTCK về triển vọng tích cực của thị trường với động lực chính là kỳ vọng thanh khoản cải thiện sau nâng hạng FTSE và bùng nổ mở rộng dư nợ margin với kế hoạch tăng vốn của hàng loạt CTCK. Bên cạnh đó, các CTCK cũng lạc quan với triển vọng mở rộng hệ sinh thái sản phẩm mới với các kế hoạch tham gia sàn tài sản mã hóa và sàn vàng phái sinh (TCX, VPX, MBS) hay tham gia vào Trung tâm tài chính quốc tế (HSC lập công ty con 800 tỷ đồng, DSE lập công ty con). Mặt khác, các CTCK cũng quan ngại rủi ro mặt bằng lãi suất tăng và áp lực chốt lời sau khi sự kiện nâng hạng được phản ánh vào giá.

#### Kế hoạch tăng vốn

Năm 2026 được dự báo là giai đoạn sôi động của hoạt động tăng vốn trong ngành chứng khoán, xuất phát từ ba áp lực đồng thời: (i) Nghị định 245/2025/NĐ-CP chính thức mở room ngoại lên 100% đối với CTCK, xóa bỏ rào cản lớn nhất đối với dòng vốn chiến lược nước ngoài; (ii) nhiều CTCK top đầu đã tiệm cận trần dư nợ cho vay ký quỹ/VCSH 200% (HCM 194%, KBSV 188%, MBS 182%, MASC 177%, VCBS 176%), buộc phải tăng vốn để mở rộng dư địa cho vay; (iii) Thông tư 102/2025/TT-BTC nâng hệ số rủi ro 10%–30% khiến nhu cầu bổ sung vốn khả dụng trở nên cấp thiết hơn. Theo đó, nhiều CTCK đưa ra kế hoạch tăng vốn mạnh mẽ để tạo nền tảng thực hiện kế hoạch kinh doanh đầy tham vọng.

Chúng tôi kỳ vọng ba hình thức chủ đạo sẽ tiếp tục được sử dụng trong năm 2026: (i) phát hành quyền mua cho cổ đông hiện hữu; (ii) phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược nước ngoài; (iii) phát hành trái phiếu dài hạn để cải thiện cơ cấu kỳ hạn nguồn vốn vốn đang lệch mạnh về ngắn hạn. Bên cạnh đó, sau khi các CTCK lớn (TCX, VCK, VPX) niêm yết thành công trong năm 2025, nhiều CTCK tầm trung cũng đang lên kế hoạch IPO như Kafi, HDBS, OCBS. Tổng quy mô tăng vốn toàn ngành năm 2026 ước tính có thể tiếp tục duy trì ở mức cao tương đương 2025 (~100 nghìn tỷ đồng).

**Tác động tín nhiệm:** Hoạt động tăng vốn trong năm 2026 được đánh giá tích cực về dài hạn nhờ củng cố bộ đệm vốn và đa dạng hóa nguồn vốn dài hạn. Tuy nhiên, cần theo dõi rủi ro pha loãng và hiệu quả sử dụng vốn của các CTCK.

**Kế hoạch tăng vốn năm 2026 của các CTCK**

Công ty	VĐL tăng năm 2025	VĐL cuối năm 2025	Kế hoạch tăng vốn 2026	VĐL ước tính cuối 2026	Hình thức tăng vốn
SSI	1,140	20,779	9,262	30,041	- Bán ưu đãi tỷ lệ 5:1 - Phát hành 10 triệu cp ESOP, giá 10.000đ/cp - Phát hành từ nguồn vốn chủ sở hữu 500,6tr cp cho cổ đông hiện hữu (tỷ lệ 20%)
TCX	3,500	23,113	4,628	27,741	- Phát hành cổ phiếu để trả cổ tức năm 2024: Tỷ lệ 5:1; Giá 10.000 đ/cp - phát hành ESOP: Tối đa 556.522 cp, giá 10.000 đ/cp
VIX	729	15,314	9,189	24,503	- Chào bán thêm 918.857.914 cp cho cổ đông hiện hữu, tỷ lệ 10:6; giá: 12.000 đ/cp
VCK	9,518	15,218	9,131	24,349	- Phát hành từ nguồn vốn chủ sở hữu (cổ phiếu thưởng): 913,09tr cp
VND	-	15,223	4,623	19,846	- Chào bán 106.560.993 cp riêng lẻ; Giá: Không thấp hơn giá trị sổ sách và không thấp hơn 80% giá đóng cửa bình quân của 10 ngày giao dịch liên tiếp liền trước ngày HĐQT thông qua Nghị quyết. - Chào bán 325.772.180 cp cho cổ đông hiện hữu (quyền 5:1); giá: 10.000 đ/cp. - ESOP 2026 - 2028: Tối đa 30.000.000 cp; Giá phát hành: 10.000 đ/cp.
VPX	3,750	18,750		18,750	Không có kế hoạch tăng vốn (Lý do: Nguồn vốn huy động từ đợt IPO trước đó đã đủ để mở rộng kinh doanh)
HCM	3,600	10,808	4,920	15,728	- Phát hành 22 triệu cp ESOP, giá 10.000đ/cp - Chào bán 269.989.167 cp cho cổ đông hiện hữu (tỷ lệ 25%), giá 10,000đ/cp, - Chào bán riêng lẻ 200tr cổ phiếu, giá bán không thấp hơn 13.466 đ/cổ phiếu
ACBS	4,000	11,000	2,000	13,000	- Tăng vốn điều lệ: Dự kiến tăng vốn từ 11.000 tỷ đồng lên 13.000 tỷ đồng trong năm 2026, không nêu hình thức. - IPO: có khả năng IPO trong năm 2026
VCBS	-	2,500	10,000	12,500	- Cấp vốn trực tiếp từ ngân hàng mẹ (Vietcombank đã phê duyệt kế hoạch tăng vốn) - Quy mô tăng vốn: Nâng vốn điều lệ lên mức 12.500 tỷ đồng
VCI	1,320	8,501	3,021	11,522	- Phát hành 4,6 triệu cp ESOP, giá 10.000đ/cp - Phát hành hơn 297,5 triệu cổ phiếu thưởng cho cổ đông với tỷ lệ 20:7
SHS	863	8,995	1,070	10,064	- Từ nguồn vốn chủ sở hữu: 44.973.111 cp (tỷ lệ 5%) - Chào bán riêng lẻ: 47tr cổ phiếu (tỷ lệ 5,23%). Giá không thấp hơn 14.011đ/cp - Phát hành ESOP: 15tr cổ phiếu (tỷ lệ 1,67%). Giá phát hành 10.000đ/cp
MBS	859	6,587	3,294	9,881	- Phát hành 333.659.490 cp cho cổ đông hiện hữu (tỷ lệ 50%)
KAFI	2,500	7,500	1,288	8,788	- dự kiến IPO 125 triệu cp: tương đương 16,67% số lượng cp đang lưu hành - Phát hành ESOP Tối đa khoảng 3.750.000 cp
MASC	-	6,591	-	6,591	Không có kế hoạch tăng vốn (Lý do: định hướng rõ việc phát triển bằng "Nâng cao chất lượng dịch vụ... thay vì chỉ tập trung vào mở rộng quy mô hay tăng vốn")
FTS	406	3,465	346	3,811	- Phát hành từ nguồn vốn chủ sở hữu: tỷ lệ 10%, khối lượng 34.649.800 cổ phiếu.
BSI	223	2,454	245	2,699	- Phát hành cổ phiếu để trả cổ tức: 24.536.594 cổ phiếu (10%)

**PHỤ LỤC 1: Các thay đổi pháp lý nổi bật trong năm 2025-2026**

Văn bản pháp lý	Nội dung chính	Tác động
<p><b>Thông tư 14/2025/TT-BTC</b> sửa đổi Thông tư 119/2020/TT-BTC quy định hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán giao dịch chứng khoán và Thông tư 58/2021/TT-BTC hướng dẫn Nghị định 158/2020/NĐ-CP về chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh</p> <p>Hiệu lực: 01/6/2025</p>	<p>Chuẩn hóa định danh nhà đầu tư (ID-based system)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nâng độ chính xác và đồng nhất của dữ liệu toàn thị trường</li> <li>- Giảm rủi ro vận hành và tranh chấp pháp lý</li> </ul>
<p><b>Nghị định 245/2025/NĐ-CP</b> sửa đổi Nghị định 155/2020/NĐ-CP hướng dẫn Luật Chứng khoán</p> <p>Hiệu lực: 11/9/2025</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Rút ngắn thời gian đưa IPO (ko quá 30 ngày kể từ khi SGDK có QĐ Niêm yết)</li> <li>- Bổ sung điều kiện phát hành trái phiếu khi TCPH hoặc TP phải được xếp hạng tín nhiệm, TCPH có nợ phải trả (bao gồm giá trị TP dự kiến phát hành) ko vượt quá 5 lần VCSH (Nợ/VCSH &lt; 5)</li> <li>- Bổ sung tài liệu chứng minh NĐT chuyên nghiệp</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Giảm độ trễ của khi thực hiện IPO (30 ngày thay vì 90 ngày)</li> <li>- Nâng cao yêu cầu phát hành trái phiếu (Xếp hạng tín nhiệm &amp; Hệ số nợ)</li> <li>- Hạn chế tình trạng mượn danh NĐT chuyên nghiệp để mua trái phiếu riêng lẻ (NĐT đủ yêu cầu cần cung cấp hồ sơ + ký vào biên bản xác nhận là NĐT chuyên nghiệp)</li> </ul>
<p><b>Thông tư 102/2025/TT-BTC</b> sửa đổi Thông tư 91/2020/TT-BTC quy định chỉ tiêu an toàn tài chính và biện pháp xử lý đối với tổ chức kinh doanh chứng khoán không đáp ứng chỉ tiêu an toàn tài chính</p> <p>Hiệu lực: 15/12/2025</p>	<p>Tăng hệ số rủi ro theo bậc từ 10% đến 30%</p>	<p>Nâng tiêu chuẩn an toàn vốn</p>
<p><b>Nghị định 306/2025/NĐ-CP</b> sửa đổi Nghị định 156/2020/NĐ-CP quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán</p> <p>Hiệu lực: 09/1/2026</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tăng mức phạt tới 1,5 tỷ đồng với vi phạm chào bán cổ phiếu/trái phiếu riêng lẻ, bổ sung chi tiết từng hành vi vi phạm</li> <li>- Bắt buộc có hệ thống quản lý tách biệt tiền khách hàng</li> <li>- Bổ sung trách nhiệm của tổ chức tư vấn phát hành</li> <li>- Tăng giám sát giao dịch và quy định quản lý người hành nghề</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tăng chế tài nhằm hạn chế những vi phạm trong chào bán CP/TP, các giao dịch bất thường.</li> <li>- Siết chặt cơ chế sử dụng vốn và dòng tiền từ hoạt động chào bán TP Riêng lẻ (tài khoản nhận tiền từ TP phải riêng biệt)</li> <li>- Gắn trách nhiệm pháp lý &amp; cơ chế pháp cho bên tư vấn (IB của CTCK)</li> <li>- Bổ sung nhiều biện pháp khắc phục hậu quả để bảo vệ nhà đầu tư</li> </ul>
<p><b>Thông tư 115/2025/TT-BTC</b> sửa đổi Thông tư 118/2020/TT-BTC hướng dẫn nội dung về chào bán, phát hành chứng khoán, chào mua công khai, mua lại cổ phiếu, đăng ký công ty đại chúng và hủy tư cách công ty đại chúng</p> <p>Hiệu lực: 28/1/2026</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bổ sung quy định riêng cho tổ chức tài chính quốc tế phát hành trái phiếu tại VN.</li> <li>- Sửa lại cơ chế mua lại cổ phiếu (Buy back)</li> <li>- Quy định rõ lộ trình bán cổ phiếu quỹ: Sau ≥24h từ báo cáo mua lại &amp; Hoàn tất trong 20 ngày</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đa dạng nguồn cung trái phiếu bằng việc mở cửa cho TCPH nước ngoài</li> <li>- Không được tự ý thay đổi phương án mua lại (trừ bất khả kháng/ĐHĐCĐ)</li> </ul>

<p><b>Thông tư 08/2026/TT-BTC</b> sửa đổi Thông tư 96/2020/TT-BTC hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán</p> <p>Hiệu lực: 03/2/2026</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cho phép NĐT nước ngoài giao dịch qua tổ chức môi giới nước ngoài đại diện</li> <li>- Bổ sung quy định về sử dụng số hiệu tài khoản lưu ký để giao dịch chứng khoán</li> <li>- Bổ sung cơ chế giao dịch không cần đủ tiền trước (NPF) kèm kiểm soát rủi ro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Giảm rào cản cho nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào TTCK Việt Nam</li> <li>- Đơn giản hóa quy trình giao dịch, tiệm cận thông lệ quốc tế</li> <li>- Giảm nút thắt lớn nhất của NĐT ngoại, tăng thanh khoản nhưng vẫn kiểm soát rủi ro</li> </ul>
<p><b>Thông tư 135/2025/TT-BTC</b> quy định về hành nghề chứng khoán</p> <p>Hiệu lực: 09/2/2026</p>	<p>Quản lý hành nghề chứng khoán trên hệ thống của UBCKNN, cả chứng chỉ lẫn trạng thái hành nghề</p>	<p>Tăng giám sát chứng chỉ hành nghề</p>
<p><b>Thông tư 136/2025/TT-BTC</b> sửa đổi Thông tư 98/2020/TT-BTC hướng dẫn hoạt động và quản lý quỹ đầu tư chứng khoán</p> <p>Hiệu lực: 12/2/2026</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bổ sung sản phẩm: (i) quỹ công cụ thị trường tiền tệ, (ii) quỹ trái phiếu hạ tầng</li> <li>- Quỹ không được đầu tư vào chính thành viên góp vốn</li> </ul>	<p>Đa dạng sản phẩm quỹ đầu tư nhằm thu hút dòng tiền ngắn hạn &amp; dài hạn, hỗ trợ tài trợ hạ tầng</p>
<p><b>Thông tư 138/2025/TT-BTC</b> sửa đổi Thông tư 95/2020/TT-BTC hướng dẫn giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán và Thông tư 06/2022/TT-BTC hướng dẫn công tác giám sát tuân thủ của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đối với hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam và công ty con, Tổng công ty lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam và công ty con</p> <p>Hiệu lực: 01/3/2026</p>	<p>Nâng cấp hệ thống giám sát từ giám sát đơn lẻ thành giám sát liên thị trường</p>	<p>Đảm bảo sự phối hợp giữa UBCKNN, các sở giao dịch và công ty chứng khoán để đảm bảo thị trường minh bạch</p>
<p><b>Luật 71/2025/QH15</b> Luật công nghiệp công nghệ số</p> <p>Hiệu lực: 01/1/2026</p>	<p>Lần đầu định nghĩa &amp; điều chỉnh toàn bộ ngành công nghiệp công nghệ số (AI, bán dẫn, tài sản số...)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nâng độ chính xác và đồng nhất của dữ liệu toàn thị trường</li> <li>- Giảm rủi ro vận hành và tranh chấp pháp lý</li> </ul>
<p><b>Nghị quyết 05/2025/NQ-CP</b> về việc triển khai thí điểm thị trường tài sản mã hóa tại Việt Nam</p> <p>Hiệu lực: 09/9/2025</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thí điểm TT tài sản mã hóa trong 5 năm (từ 9/9/2025) với dịch vụ phát hành token, giao dịch và cung cấp dịch vụ</li> <li>- Giao dịch thông qua các tổ chức được cấp phép (không có P2P)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Chính thức mở cửa crypto Việt Nam và quản lý có kiểm soát</li> <li>- Không áp dụng P2P -&gt; tăng kiểm soát, tuân thủ quy định AML/CFT</li> </ul>
<p><b>Thông tư: 32/2026/TT-BTC</b> Hướng dẫn thuế GTGT, thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân đối với giao dịch, chuyển nhượng, kinh doanh tài sản mã hóa</p> <p>Hiệu lực: 27/3/2026</p>	<p>- Doanh nghiệp cung cấp dịch vụ tài sản mã hóa nộp thuế TNDN 20%, cá nhân nộp thuế 0,1% trên doanh thu chuyển nhượng từng lần</p>	<p>- Tạo nền tảng pháp lý về thuế cho thị trường tài sản số</p>

<p><b>Nghị định 232/2025/NĐ-CP</b> sửa đổi bổ sung một số điều của nghị định số 24/2012/NĐ-CP ngày 13 tháng 4 năm 2012 của chính phủ về quản lý hoạt động kinh doanh vàng</p> <p>Hiệu lực: 10/10/2025</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Xóa bỏ độc quyền vàng miếng, cho phép DN &amp; ngân hàng tham gia sản xuất (có cấp phép)</li> <li>- Giao dịch <math>\geq 20</math> triệu phải chuyển khoản + yêu cầu báo cáo, hóa đơn điện tử</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tăng nguồn cung, giảm méo mó giá vàng, chuyển từ độc quyền sang cạnh tranh có kiểm soát</li> </ul>
---	---	---

**PHỤ LỤC 2: Danh sách các CTCK được đưa vào phân tích trong báo cáo**

STT	Mã	Tên công ty	Sàn	Vốn chủ sở hữu 2025 (VND)	Tổng tài sản 2025 (VND)
1	SSI	Chứng khoán SSI	HOSE	32,066,318,460,762	94,049,979,396,183
2	TCX	Chứng khoán TCBS	HOSE	44,099,580,183,375	80,632,256,999,009
3	VPX	Chứng khoán VPBank	HOSE	33,831,042,194,622	73,017,077,466,072
4	VND	Chứng khoán VNDIRECT	HOSE	20,902,908,538,364	51,628,903,137,232
5	VCK	Chứng Khoán VPS	HOSE	28,835,109,255,467	48,402,380,273,658
6	HCM	Chứng khoán HSC	HOSE	14,543,143,996,022	46,499,006,209,611
7	ACBS	Chứng khoán ACB	OTC	14,269,701,667,638	38,583,644,265,022
8	VCI	Chứng khoán Vietcap	HOSE	18,009,896,539,949	36,005,864,835,815
9	VIX	Chứng khoán VIX	HOSE	21,454,763,077,640	34,167,047,236,850
10	MBS	Chứng khoán MB	HNX	7,994,798,664,717	30,776,329,985,842
11	LPBS	Chứng khoán LPBank	OTC	13,195,485,479,002	29,932,218,693,343
12	KAFI	Chứng Khoán Kafi	OTC	7,871,610,453,314	26,131,467,856,586
13	SHS	Chứng khoán SG - HN	HNX	12,603,859,000,168	23,031,836,181,781
14	MASC	Chứng khoán Mirae Asset	OTC	9,703,485,241,750	22,116,118,146,662
15	VCBS	Chứng khoán VCBS	OTC	5,057,756,579,981	19,740,741,562,912
16	BSI	Chứng khoán BIDV	HOSE	5,527,757,894,191	16,627,752,225,049
17	KISVN	Chứng khoán KIS Việt Nam	OTC	7,114,214,856,777	16,437,824,739,697
18	DSE	Chứng Khoán DNSE	HOSE	4,302,329,810,995	15,139,226,704,905
19	ORS	Chứng khoán Tiên Phong	HOSE	7,638,061,238,546	14,336,388,033,798
20	FTS	Chứng khoán FPT	HOSE	4,419,966,471,274	13,919,681,054,918
21	KBSV	Chứng khoán KB Việt Nam	OTC	4,553,238,547,253	12,595,132,868,542
22	CTS	Chứng khoán Vietinbank	HOSE	2,855,436,389,514	12,410,698,820,601
23	VDS	Chứng khoán Rồng Việt	HOSE	3,099,129,510,066	8,121,452,969,623
24	TVS	Chứng khoán Thiên Việt	HOSE	2,939,319,121,070	7,641,043,978,707
25	SSV	Chứng Khoán Shinhan Việt Nam	OTC	2,538,305,127,415	7,603,396,399,877
26	DSC	Chứng khoán DSC	HOSE	3,026,858,482,689	7,059,957,842,585
27	BVS	Chứng khoán Bảo Việt	HNX	2,657,106,474,988	7,032,119,867,185
28	MSVN	Chứng Khoán Maybank	OTC	3,364,060,225,438	6,812,860,503,252
29	FSC	Chứng khoán Yuanta Việt Nam	OTC	3,248,708,236,123	6,445,313,438,461
30	HDBS	Chứng Khoán HD	OTC	3,461,946,857,346	6,106,131,893,847
31	NHSV	Chứng khoán NH Việt Nam	OTC	2,689,681,964,140	5,882,525,663,380
32	APG	Chứng khoán APG	HOSE	2,382,337,799,773	5,686,582,712,710
33	PHS	Chứng khoán Phú Hưng	UPCoM	2,140,417,230,247	5,584,214,877,788
34	HFT	Chứng khoán Pinetree	OTC	1,614,310,747,986	4,788,871,194,294
35	ABW	Chứng khoán An Bình	UPCoM	1,596,260,704,187	4,714,032,275,888
36	VFS	Chứng khoán Nhất Việt	HNX	1,732,786,174,281	4,663,696,866,870
37	AGR	Chứng khoán Agribank	HOSE	2,567,884,021,221	4,433,829,412,812
38	JBSV	Chứng khoán JB Việt Nam	OTC	1,443,160,495,147	4,327,046,228,474
39	AAS	Chứng khoán SmartInvest	UPCoM	2,657,971,431,869	4,266,317,106,555
40	TVSI	Chứng Khoán Tân Việt	OTC	3,237,064,064,168	4,047,542,635,134

**Công ty Cổ phần Xếp hạng Tín nhiệm S&I**

Số 1C Ngô Quyền, Phường Lý Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện Thoại: 024 3208 1356

---

### **Miễn trừ trách nhiệm**

Bất kỳ hành vi sao chép, chỉnh sửa, tái bản, truyền tải, phân phối lại, dưới bất kỳ hình thức và cách thức nào, đối với toàn bộ hoặc một phần nội dung trong báo cáo hoặc thông tin xếp hạng tín nhiệm đều bị nghiêm cấm, nếu không có sự cho phép trước bằng văn bản của S&I Ratings. Kết quả xếp hạng tín nhiệm và các đánh giá trong báo cáo là ý kiến tham khảo, không phải là khuyến nghị để mua, bán hoặc nắm giữ chứng khoán, công cụ nợ hoặc bất kỳ quyết định đầu tư nào. Trong mọi trường hợp, S&I Ratings sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại hoặc hậu quả nào từ việc ra quyết định đầu tư, trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan việc sử dụng thông tin trong báo cáo. Dữ liệu phân tích được thu thập từ tổ chức phát hành và các nguồn khác mà S&I Ratings cho rằng chính xác và đáng tin cậy. Tuy nhiên, có thể xảy ra những sai sót liên quan đến con người và/hoặc máy móc trong việc thu thập, S&I Ratings không đảm bảo tính chính xác, đầy đủ hoặc kịp thời của bất kỳ thông tin nào và sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ mất mát hoặc thiệt hại nào phát sinh từ các dữ liệu trên. Kết quả xếp hạng có thể thay đổi, thu hồi hoặc hết hiệu lực do các thông tin liên quan đến triển vọng của tổ chức phát hành và/hoặc vì nhiều yếu tố khác. Tất cả thông tin mới nhất liên quan đến kết quả xếp hạng và phương pháp đánh giá có thể tìm thấy tại Website [www.sniratings.com.vn](http://www.sniratings.com.vn).