

## Nghị quyết 5/2025 – Hướng dẫn ban đầu về tài sản số

**Lê Khánh Tùng**

 Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính  
 tung.lkhanh@hsc.com.vn  
 +84 24 3933 4693 Ext. 4844

**Phạm Liên Hà, CFA**

 Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính  
 ha.plien@hsc.com.vn  
 +84 24 3933 4693 Ext. 4852

- Ngày 9/9/2025, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 5/2025/NQ-CP giới thiệu khuôn khổ pháp lý toàn diện đầu tiên của Việt Nam về tài sản số, trong đó bao gồm quy định về việc thành lập các sàn giao dịch được cấp giấy phép, tiêu chí tham gia dành cho NĐT cùng các điều kiện phát hành & chào bán.
- HSC kỳ vọng sàn giao dịch tài sản số đầu tiên sẽ đi vào hoạt động vào Q3/2026 và có thể thu hút dòng vốn hiện đang đầu tư trên các sản quốc tế quay trở lại và củng cố sức mạnh của thị trường tài chính Việt Nam.
- Những doanh nghiệp tiên phong như SSI và TCBS (Chưa niêm yết) sẽ được hưởng lợi chính nhờ đã đầu tư mạnh mẽ vào cơ sở hạ tầng công nghệ cũng như đội ngũ có trình độ chuyên môn vững chắc để nắm bắt cơ hội lớn này.

### Những thông tin chính

- Ngày 9/9/2025, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 5/2025/NQ-CP, thiết lập khuôn khổ pháp lý toàn diện đầu tiên của Việt Nam cho hoạt động giao dịch và phát hành tài sản số. Nghị quyết đưa ra những trụ cột của cơ chế thị trường tài sản số trong nước, bao gồm: (1) Điều kiện thành lập sàn giao dịch tài sản số trong nước, (2) Quyền và nghĩa vụ của nhà đầu tư Việt Nam đối với tài sản số và (3) Điều kiện phát hành & chào bán tài sản số.
- Việc thành lập các sàn giao dịch được cấp phép nhằm phục vụ các mục tiêu chiến lược bao gồm: (1) Thu hút dòng vốn hiện đang tập trung trên các sàn giao dịch toàn cầu quay trở lại để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong nước, (2) Hạn chế chảy máu ngoại tệ và giảm thiểu biến động trên thị trường ngoại hối, (3) Gia tăng nguồn thu thuế từ hoạt động giao dịch tài sản số và (4) Đa dạng hóa danh mục sản phẩm tài chính của Việt Nam, mở ra các kênh huy động vốn và đầu tư mới.
- Nhóm NĐT Việt Nam được các tổ chức nghiên cứu công nhận rộng rãi là nắm giữ giá trị tài sản ròng lớn trên thị trường tiền điện tử toàn cầu. Nếu thu hút được dòng tiền này trở lại các nền tảng được cấp phép trong nước, dù chỉ một phần trong số này, cũng sẽ giúp nâng cao sự ổn định của nền kinh tế và củng cố sức mạnh cho thị trường tài chính Việt Nam.
- Bộ Tài chính sẽ soạn thảo các thông tư và nghị định chi tiết về cấp phép, giao dịch và tuân thủ đối với các sàn giao dịch, sau khi được các bộ ban ngành liên quan xem xét. Chúng tôi kỳ vọng các văn bản dưới luật sẽ được ban hành vào giữa năm 2026 và sàn giao dịch trong nước được cấp phép đầu tiên sẽ thành lập vào Q3/2026. Tuy nhiên, sau khi sàn giao dịch trong nước thành lập thì khả năng cạnh tranh với các nền tảng toàn cầu vẫn sẽ là một thách thức dài hạn cần có sự phối hợp rộng rãi giữa các bên liên quan.

### Những CTCK hưởng lợi

Một số CTCK và ngân hàng hàng đầu Việt Nam đã đầu tư vào cơ sở hạ tầng, đội ngũ chuyên môn và mở công ty con để chuẩn bị phát triển sàn giao dịch tài sản số. Nghị quyết 5 hiện thiết lập nền tảng pháp lý để các sáng kiến này được hiện thực hóa.

- Những đơn vị nhiều khả năng sẽ đi tiên phong trong lĩnh vực này bao gồm SSI và TCBS, đều đã triển khai những khoản đầu tư chiến lược.
- MBB cũng được kỳ vọng sẽ đi theo xu hướng này, tận dụng cơ sở hạ tầng ngân hàng vững mạnh.

Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa những đóng góp từ lĩnh vực tiềm năng này vào mô hình dự báo lợi nhuận cho các CTCK mà chúng tôi phân tích, do thời điểm triển khai các quy định pháp lý cũng như khả năng thu hút NĐT của sàn giao dịch trong nước vẫn chưa chắc chắn.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/9.*

Mã CK	Giá		Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
	(đồng)		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
SSI	42,000	Tăng tỷ trọng	-	39,700	-	(5.48)	27.8	28.6	3.09	2.74	2.38	2.38	
VCI	44,900	Tăng tỷ trọng	-	49,300	-	9.80	30.4	28.2	2.49	2.47	1.78	2.67	
VND	24,500	Giảm tỷ trọng	-	22,400	-	(8.57)	21.3	22.4	1.92	1.73	2.04	2.04	

Giá cổ phiếu tại ngày 9/9/2025.  
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## Nghị quyết 5: Diễn biến pháp lý tích cực đúng như kỳ vọng

Ngày 9/9/2025, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 5/2025/NQ-CP, đánh dấu khuôn khổ pháp lý chính thức đầu tiên cho hoạt động giao dịch và phát hành tài sản số tại Việt Nam. Nghị quyết đặt ra nền tảng cho cơ chế thị trường tài sản số, bao gồm: (1) Điều kiện thành lập sàn giao dịch tài sản số, (2) quyền và nghĩa vụ của NĐT Việt Nam và (3) điều kiện phát hành & chào bán tài sản số. Tuy nhiên, khuôn khổ pháp lý vẫn cần được hoàn thiện bằng các văn bản quy phạm pháp luật chi tiết nên sẽ cần thời gian để chính thức ra mắt các sàn giao dịch trong nước. Chỉ khi các nghị định và thông tư này được ban hành, một cấu trúc thị trường toàn diện mới được thiết lập. Chúng tôi hiện kỳ vọng sàn giao dịch tài sản số được cấp phép đầu tiên sẽ ra mắt vào Q3/2026.

### Tiêu chí thành lập tổ chức cung cấp dịch vụ tài sản mã hóa (sàn giao dịch tiền điện tử)

Nghị quyết 5 đặt tiêu chuẩn cao cho việc thành lập các sàn giao dịch tài sản số tập trung trong nước, được Bộ Tài chính cấp phép. Những yêu cầu này nhằm tạo ra các tổ chức vững mạnh về tài chính và công nghệ, có khả năng đảm bảo hoạt động an toàn và ổn định.

**Bảng 1: Các yêu cầu chính đối với sàn giao dịch tài sản số**

Sàn giao dịch tài sản số tập trung trong nước cần đáp ứng bộ tiêu chuẩn cao để có thể thành lập và hoạt động

Yêu cầu	Các tiêu chí chính
<b>Vốn điều lệ</b>	Tối thiểu 10.000 tỷ đồng
<b>Cổ đông</b>	Tối thiểu 65% vốn điều lệ do các cổ đông, thành viên là tổ chức góp vốn. Tối thiểu 35% vốn điều lệ do ít nhất 2 tổ chức là ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty bảo hiểm, doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghệ góp vốn. Cổ đông, thành viên góp vốn là tổ chức phải có tư cách pháp nhân, hoạt động kinh doanh có lãi trong 2 năm liền trước năm đề nghị cấp giấy phép. Tổng mức góp vốn, mua cổ phần của các nhà đầu tư nước ngoài vào tổ chức cung cấp dịch vụ tài sản mã hóa không được vượt quá 49% vốn điều lệ của tổ chức cung cấp dịch vụ tài sản mã hóa.
<b>Nhân lực</b>	Tổng giám đốc có tối thiểu 2 năm kinh nghiệm làm việc tại bộ phận nghiệp vụ của các tổ chức trong lĩnh vực tài chính, chứng khoán, ngân hàng, bảo hiểm hoặc quản lý quỹ. Giám đốc công nghệ (hoặc vị trí tương đương) có tối thiểu 5 năm kinh nghiệm làm việc tại bộ phận công nghệ thông tin của các tổ chức trong lĩnh vực tài chính, chứng khoán, ngân hàng, bảo hiểm, quản lý quỹ hoặc doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghệ. Tối thiểu 10 nhân sự làm việc tại bộ phận công nghệ có văn bằng, chứng chỉ đào tạo về an toàn thông tin mạng. Tối thiểu 10 nhân sự có chứng chỉ hành nghề chứng khoán làm việc tại các bộ phận nghiệp vụ khác.
<b>Công nghệ</b>	Máy chủ được đặt tại Việt Nam. Công suất hệ thống phải đủ mạnh để hỗ trợ giao dịch tài sản số. Hệ thống thông tin được Bộ Công an xếp hạng cấp 4 (trên thang 5 cấp). Phải có quy trình vận hành chi tiết.
<b>Pháp lý/Tuân thủ</b>	Phải có điều lệ công ty. Phải đảm bảo quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, doanh nghiệp và Nhà nước. Phải tuân thủ tất cả các quy định pháp luật liên quan đến phòng chống rửa tiền, phòng chống tài trợ khủng bố, phòng chống tài trợ phổ biến vũ khí hủy diệt hàng loạt và đảm bảo an ninh, an toàn cho thị trường. Phải có giấy phép đầu tư gián tiếp.

Nguồn: Nghị quyết 5/2025/NQ-CP

**Quan điểm của HSC:** Những tiêu chuẩn này là chặt chẽ một cách cần thiết, nhằm đảm bảo chỉ những tổ chức vững mạnh về tài chính, được quản trị & năng lực công nghệ tốt mới có thể vận hành các sàn giao dịch tiền số. Điều này có thể sẽ hạn chế số lượng tổ chức đủ điều kiện tham gia nhưng sẽ tăng cường sự ổn định của hệ thống.

## Sự chuẩn bị của các công ty trong ngành

Trong số các CTCK hàng đầu Việt Nam, một số công ty đã bày tỏ ý định tham gia thị trường tài sản số (Bảng 2). Hiện tại, có 5 CTCK đáp ứng yêu cầu về vốn điều lệ, trong đó, SSI và TCBS nói riêng đã tự định vị là những bên tiên phong với những động thái cụ thể hướng tới phát triển cơ sở hạ tầng.

Điều này nhấn mạnh rằng nhiều CTCK lớn đã và đang đặt nền móng để hưởng lợi từ làn sóng cấp phép sàn giao dịch tài sản số đầu tiên trong nước.

### Bảng 2: Vốn điều lệ của các công ty chứng khoán, cuối Q2/2025

Hiện có 5 công ty chứng khoán trong nhóm top 10 đã đầu tư vào chuyên môn và cơ sở hạ tầng để thành lập sàn giao dịch tài sản số

CTCK	Vốn điều lệ (tỷ đồng) (cuối Q2/2025)	Những động thái trong phát triển sàn giao dịch tài sản số
TCBS	20,989	<ul style="list-style-type: none"> <li>Phát triển những phiên bản đầu tiên của màn hình giao dịch tiền điện tử trên ứng dụng chứng khoán.</li> <li>Thành lập đơn vị chuyên biệt về phát triển sàn giao dịch tiền điện tử (Vốn điều lệ: 101 tỷ đồng).</li> </ul>
SSI	20,813	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thông qua SSIAM, đầu tư 200 triệu USD vào SSI Digital Ventures (SSID), tập trung hỗ trợ các công ty khởi nghiệp và các dự án blockchain.</li> <li>Thành lập công ty con trị giá 200 tỷ đồng để phát triển công nghệ số.</li> <li>Ký kết biên bản ghi nhớ với FTSE &amp; Vaneck về phát triển tiền điện tử.</li> </ul>
VIX	15,436	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thành lập công ty con chuyên biệt về tiền điện tử với vốn điều lệ 1.000 tỷ đồng.</li> </ul>
VND	15,223	
VPBS (VPB)	15,001 (79,339)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ngân hàng mẹ chia sẻ chuẩn bị tham gia thị trường.</li> </ul>
VCI	9,775	
SHS	9,337	
HCM	8,163	
MAS	6,590	
MBS (MBB)	5,728 (80,549)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ngân hàng mẹ MBB đã ký biên bản ghi nhớ với Dunamu (chủ sở hữu sàn giao dịch tiền điện tử tập trung lớn nhất Hàn Quốc – Upbit) để phát triển một sàn giao dịch trong nước tại Việt Nam.</li> </ul>

Nguồn: Các công ty, HSC

## Quyền và nghĩa vụ các các NĐT tài sản số trong nước

Nghị quyết 5 đặt ra những quy định rõ ràng cho NĐT như sau:

- NĐT trong nước hiện đang nắm giữ tài sản tiền điện tử, cũng như NĐT nước ngoài, sẽ được phép mở tài khoản tại các sàn giao dịch được cấp phép để gửi tiền & giao dịch.
- Sáu tháng sau khi sàn giao dịch được cấp phép đầu tiên ra mắt, các NĐT trong nước mà tiếp tục giao dịch trên các nền tảng toàn cầu không được cấp phép (ví dụ: Binance, Bybit) sẽ nằm trong diện bị phạt hành chính hoặc thậm chí bị truy tố trách nhiệm hình sự.

Điều khoản này phản ánh quyết tâm mạnh mẽ của Chính phủ trong việc thu hút dòng vốn quay trở lại, khuyến khích NĐT Việt Nam hiện chủ yếu giao dịch trên các sàn giao dịch toàn cầu quay trở lại.

### Nghiên cứu điển hình: Hàn Quốc

Hàn Quốc là một trường hợp điển hình phù hợp nhờ cơ cấu nhà đầu tư và lộ trình quản lý tương tự Việt Nam.

- Kể từ năm 2014, Hàn Quốc đã yêu cầu các sàn giao dịch phải đăng ký với Ủy ban Dịch vụ Tài chính (FSC).
- Mặc dù đã trải qua hơn một thập kỷ quản lý, 4 sàn giao dịch nội địa lớn nhất (Upbit, Bithumb, Coinone, Korbit) chỉ chiếm khoảng 20% giá trị giao dịch. Các sàn giao dịch toàn cầu, dẫn đầu là Binance, vẫn chiếm khoảng 80% giá trị giao dịch (Nguồn: DeSpread 2024).

- Binance vẫn có thể truy cập bởi các NĐT Hàn Quốc, mặc dù vẫn chưa đăng ký, ngay cả sau khi các cơ quan quản lý đã chặn 28 ứng dụng giao dịch không có giấy phép khác vào tháng 5/2025.
- Chính sách thuế: Hàn Quốc đã ban hành luật thuế suất 20% cho thu nhập vốn đối với tiền điện tử, mặc dù dự kiến sẽ có hiệu lực từ năm 2027. Cho đến nay, Hàn Quốc vẫn chưa đánh thuế đối với giao dịch tiền điện tử.

**Bài học:** Ngay cả trong một thị trường được quản lý chặt chẽ và công nghệ tiên tiến, các sản phẩm giao dịch nội địa vẫn gặp khó khăn trong việc giành lại người dùng từ các đối thủ toàn cầu, những sản phẩm giao dịch vốn có lợi thế về thanh khoản, quy mô toàn cầu, uy tín, mức độ quen thuộc và bảo mật của người dùng. Đối với Việt Nam, điều này cho thấy việc thu hút dù chỉ một phần nhỏ NĐT trong nước trở lại cũng sẽ là một quá trình dài hạn, khó khăn, đòi hỏi những nỗ lực phối hợp giữa các bên liên quan.

**Bảng 3: So sánh với thị trường tiền điện tử Hàn Quốc**

Hàn Quốc đã đi trước Việt Nam trong việc quản lý và phát triển tài sản số

	Vietnam	South Korea
<b>Quy mô thị trường</b>	17 triệu tài khoản (tương đương 17% dân số). Giá trị tiền điện tử 105 tỷ USD (tháng 7/2023-tháng 6/2024, Chainanalysis)	5-8 triệu tài khoản (tương đương 10-15% dân số) Giá trị tiền điện tử 130 tỷ USD (tháng 7/2023-tháng 6/2024, Chainanalysis)
<b>Cơ cấu thị phần</b>	NĐT Việt Nam chủ yếu sử dụng các sản phẩm giao dịch tập trung toàn cầu, trong đó Binance là sản phẩm phổ biến nhất, tiếp theo là Bybit, Remitano, OKX và KuCoin.	Binance chiếm khoảng 80% tổng giá trị giao dịch 9 tháng đầu năm 2024 <b>4 sản phẩm giao dịch trong nước lớn nhất chiếm tổng cộng khoảng 20% giá trị giao dịch</b> (Despread, nhà cung cấp dữ liệu blockchain có trụ sở tại Seoul).
<b>Sản phẩm giao dịch trong nước lớn nhất</b>	Chưa có sản phẩm giao dịch tập trung trong nước có giấy phép được thành lập.	Upbit thống trị thị trường trong nước, nắm giữ khoảng 80% giá trị giao dịch trong nước, tương đương khoảng 16% thị trường tiền điện tử nói chung của Hàn Quốc.
<b>Lập trường của Chính phủ về kiểm soát tài sản số</b>	Hiện đang hạn chế giao dịch tiền điện tử đối với cá nhân và tổ chức. Nghị quyết 5 (có hiệu lực từ ngày 9/9/2025) giới thiệu khuôn khổ pháp lý đầu tiên cho giao dịch tiền điện tử và thành lập các sản phẩm giao dịch được cấp phép trong nước.	Đối với cá nhân: Được phép giao dịch nhưng tất cả các giao dịch phải được liên kết với tài khoản ngân hàng dựa trên tên thật đã được xác minh. Đối với tổ chức: Hạn chế giao dịch kể từ năm 2017; mặc dù FSC đã dỡ bỏ lệnh cấm vào tháng 6/2025, các tổ chức vẫn được khuyến cáo hạn chế giao dịch với các công ty liên quan đến tiền điện tử. Hàn Quốc đã thành lập sản phẩm giao dịch tập trung trong nước đầu tiên (Bithumb) vào năm 2014, tiếp theo là các sản phẩm khác bao gồm Upbit (2017). Tất cả các sản phẩm giao dịch phải đăng ký với FSC.
<b>Hạn chế đối với các sản phẩm quốc tế</b>	Chính phủ không chính thức công nhận tính hợp pháp của giao dịch trên các sản phẩm giao dịch toàn cầu, nhưng các ứng dụng lớn (ví dụ: Binance, Bybit) vẫn chưa bị cấm trên các nền tảng ứng dụng của Việt Nam.	FIU đã chặn 28 ứng dụng sản phẩm giao dịch chưa đăng ký trong năm 2025. Binance vẫn có thể truy cập được nhưng hoạt động này chưa đăng ký với FSC, nghĩa là hoạt động trên nền tảng này đang được chính phủ xem là không tuân thủ pháp luật.
<b>Chính sách thuế TNCN</b>	Chưa có chính sách Bộ Tài chính đề xuất mức thuế suất giao dịch 0,1%, tương đương thuế suất giao dịch chứng khoán.	Thuế suất thu nhập lãi vốn 20% đối với giao dịch và kinh doanh tiền điện tử đã được ban hành, dự kiến có hiệu lực kể từ năm 2027.

Nguồn: Chainanalysis, Despread, HSC

**Quy định về phát hành và chào bán tài sản số**

Nghị quyết 5 cũng xây dựng khuôn khổ cho việc phát hành & chào bán tài sản số với các quy định tập trung vào cả điều kiện tư cách của đơn vị phát hành và phạm vi NĐT. Cụ thể như sau:

**Yêu cầu cho tổ chức phát hành:**

- Phải là doanh nghiệp Việt Nam, được thành lập dưới hình thức công ty TNHH hoặc CTCP theo Luật Doanh nghiệp.

- Hoạt động phát hành phải được thực hiện theo quy định của Luật Doanh nghiệp Việt Nam và phải được Bộ Tài chính chấp thuận.

**Quy định về tài sản cơ sở:**

- Tài sản số phải được phát hành dựa trên tài sản thực cơ sở (ví dụ: BĐS, hàng hóa, tài sản doanh nghiệp).
- Chứng khoán và tiền pháp định được loại trừ rõ ràng khỏi danh sách tài sản cơ sở đủ điều kiện, ngăn ngừa sự chồng chéo với các công cụ thị trường chứng khoán hoặc chính sách tiền tệ hiện hành.

**Những hạn chế về NĐT:**

- Tài sản số chỉ có thể phát hành và chào bán cho các NĐT nước ngoài.
- Sau khi phát hành, các tài sản này chỉ có thể được giao dịch giữa các NĐT nước ngoài với nhau trên các sàn giao dịch trong nước được Bộ Tài chính cấp phép.
- NĐT trong nước không được phép tham gia vào các đợt chào bán này, điều này nhấn mạnh ý định của Chính phủ trong việc giữ kênh này tách biệt với thị trường chứng khoán trong nước.

**Nghĩa vụ công bố:**

- Tối thiểu 15 ngày trước khi phát hành, tổ chức phát hành phải công bố bản cáo bạch đầy đủ (theo mẫu quy định tại Nghị quyết) kèm theo các tài liệu bổ sung.
- Các thông tin công bố phải được thực hiện trên cả trang web chính thức của tổ chức phát hành và trên sàn giao dịch tài sản số trong nước được cấp phép tổ chức đợt chào bán.

**Quan điểm của HSC:** Chúng tôi cho rằng những quy định này khiến phát hành tài sản số trở thành một hình thức huy động vốn quốc tế.

- Thu hút vốn nước ngoài – Bằng cách chỉ phát hành cho NĐT nước ngoài và bắt buộc giao dịch giữa các NĐT nước ngoài với nhau, khuôn khổ này tạo ra một kênh cho dòng vốn ngoại tệ mới chảy vào hệ thống tài chính Việt Nam. Điều này có thể giúp củng cố dự trữ ngoại hối và hỗ trợ ổn định kinh tế vĩ mô nói chung.
- Bảo vệ thị trường vốn trong nước – Bằng cách loại trừ các NĐT trong nước và các sản phẩm tương tự chứng khoán, quy định này ngăn chặn sự cạnh tranh với thị trường cổ phiếu và trái phiếu của Việt Nam trong việc huy động vốn tiết kiệm trong nước. Sự tách biệt này đảm bảo thị trường vốn truyền thống vẫn sẽ được phục vụ là kênh huy động vốn trong nước chính yếu.
- Thúc đẩy tuân thủ và bảo vệ NĐT – Yêu cầu bắt buộc đối với bản cáo bạch và công bố thông tin kép nhằm nâng cao minh bạch, hạn chế bất cân xứng thông tin và điều chỉnh các dịch vụ chào bán phù hợp với các tiêu chuẩn huy động vốn quốc tế.

Nhìn chung, những quy định này cho thấy cách tiếp cận thận trọng của Chính phủ: Sử dụng tài sản số như một công cụ để thu hút nguồn vốn nước ngoài đồng thời bảo vệ thị trường trong nước khỏi những rủi ro tiềm ẩn như hoạt động đầu cơ hoặc trục lợi từ sơ hở trong các quy định pháp luật.

**Mục tiêu chính của Chính phủ**

Việt Nam hiện là một trong những thị trường tiền điện tử lớn nhất thế giới với khoảng 17 triệu tài khoản NĐT (tương đương 17% dân số), giá trị tiền điện tử tiếp nhận khoảng 105 tỷ USD và xếp thứ 5 toàn cầu về mức độ chấp nhận tiền điện tử (Chainalysis, tháng 11/2024). Hầu hết tất cả các hoạt động này đều diễn ra trên các sàn giao dịch toàn cầu.

So với các quốc gia trong khu vực (Biểu đồ 3), Việt Nam là quốc gia đi sau: Hàn Quốc (Upbit 2017, Bithumb 2014), Thái Lan (Bitkub 2018) và Indonesia (Indodax 2014) đều đã vận hành các sàn giao dịch trong nước có quản lý trong nhiều năm.

**Bảng 4: Các sàn giao dịch tiền mã hóa khu vực**

Các quốc gia trong khu vực đã ra mắt các sàn giao dịch tiền mã hóa tập trung trong nước từ nhiều năm qua

Quốc gia	Sàn giao dịch	Năm thành lập	Số lượng người dùng (triệu)	Doanh thu 2023 (triệu USD)
Hàn Quốc	Upbit	2017	8.3	696.2
Hàn Quốc	Bithumb	2014	3.1	92.8
Thái Lan	Bitkub	2018	5.0	34.2
Thái Lan	Bitazza	2018	0.6	na
Indonesia	Indodax	2014	7.5	8.0
Malaysia	Sinegy	2020	na	na

Nguồn: Các công ty, HSC

Với Nghị quyết 5, mục tiêu của Chính phủ bao gồm:

- Thu hút dòng vốn trong nước đang đầu tư trên các sàn giao dịch quốc tế quay trở lại và tăng cường quản lý ngoại hối.
- Tăng cường thu thuế.
- Xây dựng nền tảng được quản lý chặt chẽ đối với các NĐT trong nước.
- Hỗ trợ các DNNVV/khởi nghiệp huy động vốn thông qua tài sản mã hóa.
- Đa dạng hóa các sản phẩm tài chính dành cho NĐT Việt Nam.

**Lịch trình về các văn bản hướng dẫn dự kiến**

Tiếp theo Nghị quyết 5, Bộ Tài chính có nhiệm vụ soạn thảo các văn bản hướng dẫn thực hiện bao gồm:

- Định nghĩa chi tiết về cơ chế tổ chức thị trường và các bên tham gia giao dịch (người mua, người bán, tổ chức phát hành).
- Các chế tài xử phạt đối với hành vi gian lận, lừa đảo và vi phạm AML/CFT.
- Chế độ thuế dành cho cá nhân và doanh nghiệp.

Do cần có sự thẩm định liên bộ (bao gồm nhưng không giới hạn: Bộ Công an, Bộ Quốc phòng, NHNN, Bộ Khoa học & Công nghệ), việc hoàn thiện các văn bản này sẽ mất một giai đoạn thời gian. Kịch bản cơ sở của HSC: Các quy chế sẽ hoàn thiện vào giữa năm 2026 và sàn giao dịch trong nước được cấp phép đầu tiên sẽ ra mắt vào Q3/2026 tại một Trung tâm Tài chính Quốc tế (TP.HCM hoặc Đà Nẵng).

**Doanh thu tiềm năng cho các CTCK**

**Phí giao dịch:** Dựa trên kinh nghiệm của Hàn Quốc, nếu giả định 20% giá trị giao dịch tiền điện tử của Việt Nam được chuyển về các sàn giao dịch trong nước trong vòng 5 năm:

HSC tóm tắt các giả định chính để tính toán quy mô thị trường tài sản số trong nước như trong Bảng 5. Theo đó, chúng tôi ước tính các sàn giao dịch trong nước có thể tạo ra 680 triệu USD giá trị giao dịch bình quân một ngày, tương đương lần lượt 85% và 66% giá trị giao dịch bình quân ngày trên thị trường chứng khoán trong năm 2024 và 2025. Bên cạnh đó, doanh thu hàng năm ước tính đạt 6,5 nghìn tỷ đồng, tương đương lần lượt 57% và 22% doanh thu nghiệp vụ môi giới và LNTT năm 2024 của tất cả các CTCK (lần lượt 11,4 nghìn tỷ đồng và 29,5 nghìn tỷ đồng). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tỷ lệ này sẽ giảm xuống khi cạnh tranh gia tăng.

Chúng tôi cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy dựa trên 2 đầu vào: (1) tỷ lệ NĐT giao dịch hàng ngày và (2) giá trị giao dịch/NĐT/ngày, để xác định biên độ giá trị giao dịch bình quân trong nước và tổng doanh thu nghiệp vụ môi giới tiềm năng.

**Bảng 5: Ước tính tổng doanh thu môi giới**

Chúng tôi ước tính 20% giá trị giao dịch tiền mã hóa của Việt Nam có thể tạo ra 680 triệu USD GTGD bình quân ngày và mang lại 6,5 nghìn tỷ đồng doanh thu môi giới gộp cho các sàn giao dịch trong nước mỗi năm

	Đơn vị	Nguồn/giả định
Số lượng tài khoản tiền mã hóa tại Việt Nam (triệu)	17	Chainanalysis
Tỷ lệ tài khoản giao dịch hàng ngày (%)	20%	Dưới 30% – cách tính số lượng tài khoản hoạt động trên Binance
Số lượng tài khoản hoạt động (triệu)	3.4	
Tỷ lệ người dùng quay về sàn trong nước	20%	Tỷ lệ Hàn Quốc đạt được trong năm 2024
Số lượng tài khoản hoạt động quay về sàn trong nước (nghìn)	680	
GTGD của mỗi NĐT theo ngày (USD)	1,000	Giả định chung của HSC
<b>GTGD bình quân ngày ước tính tại các sàn trong nước (triệu USD)</b>	<b>680</b>	
Phí giao dịch môi giới (với mỗi giao dịch)	0.10%	Tương đương với phí giao dịch giao ngay của Binance đối với người dùng tiêu chuẩn
<b>Tổng doanh thu môi giới (tỷ đồng)</b>	<b>6,577</b>	

Nguồn: Chainanalysis, Despread, Binance, HSC

**Bảng 6: Phân tích độ nhạy đối với giá trị giao dịch bình quân ngày**

Kịch bản cơ sở của HSC giả định số lượng tài khoản hoạt động chiếm 20% và GTGD đạt 1.000 USD mỗi nhà đầu tư mỗi ngày

Triệu USD	Tỷ lệ tài khoản hoạt động				
	10%	15%	20%	25%	30%
300	102	153	204	255	306
500	170	255	340	425	510
1,000	340	510	680	850	1,020
1,500	510	765	1,020	1,275	1,530
2,000	680	1,020	1,360	1,700	2,040

Nguồn: HSC

**Bảng 7: Phân tích độ nhạy đối với tổng doanh thu môi giới**

Kịch bản cơ sở của HSC giả định số lượng tài khoản hoạt động chiếm 20% và GTGD đạt 1.000 USD mỗi nhà đầu tư mỗi ngày

Tỷ đồng	Tỷ lệ tài khoản hoạt động				
	10%	15%	20%	25%	30%
300	987	1,480	1,973	2,466	2,960
500	1,644	2,466	3,289	4,111	4,933
1,000	3,289	4,933	6,577	8,222	9,866
1,500	4,933	7,399	9,866	12,332	14,799
2,000	6,577	9,866	13,155	16,443	19,732

Nguồn: HSC

**Phí tư vấn/ngân hàng đầu tư:** Hoạt động phát hành và chào bán tài sản số cũng có thể mở ra các cơ hội tư vấn mới, mặc dù các tập đoàn lớn niêm yết có thể sẽ vẫn gắn bó với thị trường chứng khoán.

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)