



Phương pháp Xếp hạng Tín nhiệm Công ty Chứng khoán

Tháng 6 - 2026

MỤC LỤC

LỜI NÓI ĐẦU	3
I. GIỚI THIỆU CHUNG.....	4
1. Tổng quan về phương pháp xếp hạng tín nhiệm công ty chứng khoán	4
2. Phạm vi áp dụng	4
3. Cập nhật và điều chỉnh	4
II. KHUNG XẾP HẠNG TÍN NHIỆM.....	5
1. Xếp hạng tín nhiệm tổ chức phát hành	5
2. Xác định điểm ngành	7
3. Hồ sơ năng lực của công ty chứng khoán.....	7
4. Yếu tố điều chỉnh rủi ro	8
5. Yếu tố hỗ trợ	9
TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM.....	10

LỜI NÓI ĐẦU

Với nguyên tắc độc lập, trung thực, minh bạch và khách quan, Công ty Cổ phần Xếp hạng tín nhiệm Thiên Minh (“TMR”) cung cấp tài liệu tham khảo này để giải thích phương pháp xếp hạng tín nhiệm đối với Công ty Chứng khoán.

I. GIỚI THIỆU CHUNG

1. Tổng quan về phương pháp xếp hạng tín nhiệm công ty chứng khoán

Phương pháp xếp hạng tín nhiệm (“XHTN”) công ty chứng khoán của TMR dựa trên việc phân tích các nguồn dữ liệu tin cậy để xác định mức tín nhiệm của tổ chức phát hành (“TCPH”). Cụ thể, chúng tôi xây dựng hệ thống các chỉ tiêu để so sánh và đánh giá một cách đầy đủ và toàn diện mức độ rủi ro tín dụng của các công ty chứng khoán.

Trong quá trình phân tích, chúng tôi sử dụng kết hợp cả chỉ tiêu định lượng và định tính. Nhận định được đưa ra dựa trên cả dữ liệu quá khứ và dữ liệu dự phóng. Kết quả đánh giá từng phương diện của tổ chức được xếp hạng là sự kết hợp giữa phân tích các chỉ tiêu định lượng và thông tin định tính, giữa dữ liệu hiện tại và ước lượng chúng tôi đối với chỉ tiêu đó trong tương lai.

Chúng tôi xếp hạng mức tín nhiệm dài hạn trên dải điểm điểm từ mức AAA – phản ánh chất lượng tín nhiệm cao nhất, đến mức D – phản ánh chất lượng tín nhiệm thấp nhất. Để tìm hiểu thêm thông tin về các định nghĩa, ký hiệu và thuật ngữ về xếp hạng tín nhiệm, vui lòng truy cập trang thông tin điện tử www.tmr.vn.

2. Phạm vi áp dụng

Phương pháp xếp hạng này được áp dụng đối với các công ty chứng khoán được thành lập và hoạt động theo quy định của Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14, được Quốc hội ban hành ngày 26/11/2019 và có hiệu lực từ ngày 01/01/2021; Luật số 56/2024/QH15, sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật chứng khoán số 54/2019/QH14, có hiệu lực vào ngày 01/01/2025 cùng các văn bản hướng dẫn thi hành do Chính phủ, Bộ Tài chính và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước ban hành.

Phương pháp xếp hạng được thiết kế nhằm đánh giá năng lực tín dụng độc lập (standalone credit profile) của các công ty chứng khoán hoạt động tại Việt Nam, bao gồm nhưng không giới hạn ở các nghiệp vụ như: môi giới chứng khoán, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính, cho vay giao dịch ký quỹ, lưu ký và các hoạt động dịch vụ chứng khoán liên quan, theo phạm vi được cấp phép.

Trong trường hợp các công ty chứng khoán là thành viên của các tập đoàn tài chính hoặc ngân hàng, phương pháp xếp hạng này tập trung vào việc đánh giá rủi ro tín dụng và năng lực tài chính của pháp nhân công ty chứng khoán, đồng thời có thể xem xét các yếu tố hỗ trợ từ cổ đông hoặc bên liên quan theo các nguyên tắc và giả định được quy định riêng trong phương pháp luận.

3. Cập nhật và điều chỉnh

Phương pháp xếp hạng tín nhiệm sẽ được cập nhật và điều chỉnh hàng năm, hoặc có thể sớm hơn khi cần thiết, để phù hợp với sự thay đổi của các điều kiện kinh tế tại Việt Nam. Đối với mỗi cập nhật và/hoặc điều chỉnh, chúng tôi sẽ chủ động đánh giá lại các tổ chức phát hành do TMR xếp hạng tín nhiệm công bố còn hiệu lực theo Phương pháp được cập nhật, điều chỉnh gần nhất và sẽ có thông báo đến các tổ chức liên quan về việc thay đổi mức xếp hạng nếu có.

II. KHUNG XẾP HẠNG TÍN NHIỆM

1. Xếp hạng tín nhiệm tổ chức phát hành

Quy trình phân tích, đánh giá tổ chức phát hành được thiết kế nhằm đảm bảo các yếu tố trọng yếu đều được cân nhắc, xem xét đến trước khi đưa ra đề xuất cho mức tín nhiệm cho tổ chức phát hành. Tổng quan về phương pháp tiếp cận của chúng tôi được minh họa bằng Khung xếp hạng tín nhiệm công ty chứng khoán dưới đây.

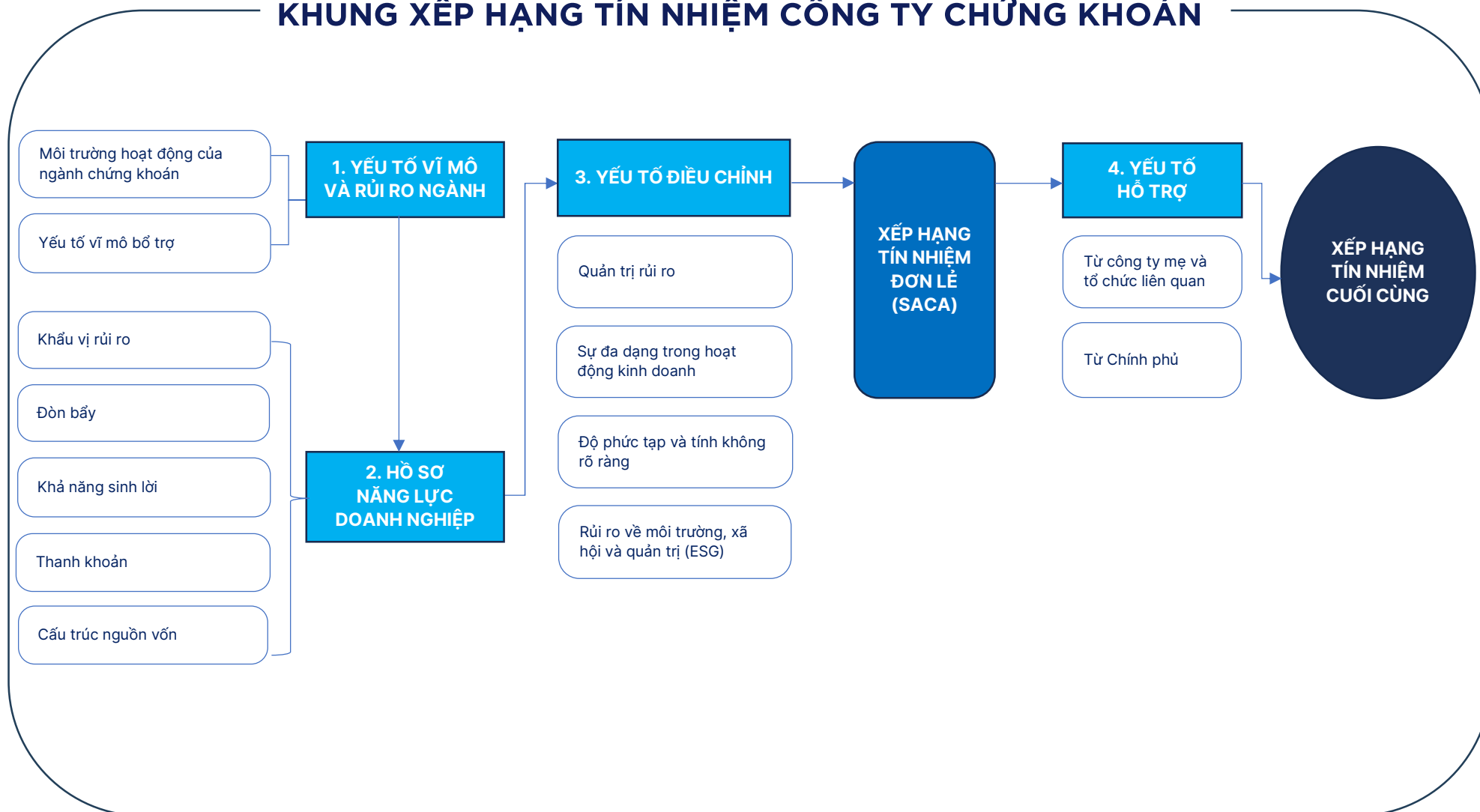
Bước đầu tiên là đánh giá **yếu tố vĩ mô và rủi ro ngành** cùng những xu hướng chính của ngành. Chúng tôi cho rằng việc đánh giá chính xác các rủi ro, các xu hướng chính của nền kinh tế, ngành chứng khoán có ý nghĩa quan trọng trong việc đánh giá sắc xuất rủi ro về đổ vỡ của từng công ty chứng khoán riêng lẻ.

Bước hai là đánh giá **hồ sơ năng lực nội tại** của công ty chứng khoán được xếp hạng. Các tiêu chí định lượng và định tính sẽ được sử dụng để đánh giá năng lực nội tại của tổ chức trên nhiều phương diện. Trên mỗi phương diện, chúng tôi sẽ đánh giá theo hệ thống thang điểm của TMR.

Bước ba, chúng tôi sẽ cân nhắc và đánh giá thêm các yếu tố khác, còn gọi là các **yếu tố điều chỉnh**, kết hợp với các kết quả thu được từ các bước trước để đưa ra quyết định về mức xếp hạng tín nhiệm đơn lẻ.

Trước khi đưa ra quyết định về mức **xếp hạng tín nhiệm cuối cùng**, chúng tôi sẽ đánh giá thêm các yếu tố hỗ trợ từ bên ngoài, ví dụ như sự hỗ trợ từ cổ đông, công ty mẹ, công ty liên doanh, liên kết trong cùng hệ sinh thái hay sự đảm bảo từ các tổ chức độc lập khác, và sự hỗ trợ từ chính phủ ("CP").

KHUNG XẾP HẠNG TÍN NHIỆM CÔNG TY CHỨNG KHOÁN



2. Xác định điểm ngành

Trong bước phân tích này, chúng tôi đánh giá môi trường hoạt động ngành chứng khoán thông qua ma trận chỉ số có trọng số kết hợp định tính và định lượng, bao gồm ba nhóm: độ sâu & thanh khoản thị trường, cơ sở hạ tầng & quy định pháp lý, và xu hướng & cấu trúc ngành. Điểm môi trường hoạt động ngành chứng khoán có tính đến yếu tố chu kỳ dựa trên các chỉ báo vĩ mô (lãi suất, tín dụng, dư nợ margin, bất động sản) được dùng làm điểm “neo” cho xếp hạng tín nhiệm của từng công ty.

3. Hồ sơ năng lực của công ty chứng khoán

Mục tiêu của bước này là đánh giá năng lực nội tại của tổ chức được xếp hạng nhằm đánh giá khả năng thực hiện các nghĩa vụ nợ của tổ chức xếp hạng thông qua phân tích các nhóm chỉ tiêu tài chính. Các nhóm chỉ tiêu này được đánh giá theo thang điểm 8, trong đó mức 1 là mức đánh giá tốt nhất và 8 là mức đánh giá thấp nhất (thông tin cụ thể về ý nghĩa các thang điểm vui lòng truy cập trang thông tin điện tử www.tmr.vn). Điểm xếp hạng Hồ sơ năng lực của tổ chức được xếp hạng là trung bình trọng số của các điểm thành phần đối với mỗi nhóm chỉ tiêu dưới đây.

3.1. Nhóm I: Khẩu vị rủi ro & Đòn bẩy

Các công ty chứng khoán hoạt động trong môi trường kinh doanh có mức độ điều tiết, giám sát cao (bởi các cơ quan có thẩm quyền), phức tạp và rất nhạy cảm với các biến động của thị trường, trong đó rủi ro thị trường, rủi ro thanh khoản có thể biến đổi nhanh trong các giai đoạn căng thẳng.

Các công ty chứng khoán tại Việt Nam thường phải đối mặt với nguy cơ suy giảm nhanh năng lực tài chính do mức độ sử dụng đòn bẩy cao và/hoặc có độ phơi nhiễm (cao) với các tài sản có rủi ro thị trường. Do nhu cầu vốn lớn để duy trì và mở rộng hoạt động, các công ty chứng khoán, trong bối cảnh thị trường bất lợi, thường phải đối mặt với rủi ro thanh khoản gia tăng và ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng duy trì hoạt động liên tục của doanh nghiệp.

Do đó, khẩu vị rủi ro được xem là một trong những yếu tố cốt lõi trong việc đánh giá Hồ sơ tín nhiệm độc lập của các công ty chứng khoán.

a. Khẩu vị rủi ro

Theo quan điểm của chúng tôi, khẩu vị rủi ro cao, nếu không được hỗ trợ bởi năng lực vốn mạnh, khả năng sinh lời ổn định và khung quản trị rủi ro hiệu quả, sẽ phải đối mặt với nhiều áp lực khi thị trường và/hoặc hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp không thuận lợi. Do đó, nếu chỉ tiêu này cao sẽ tạo áp lực tiêu cực lên Hồ sơ tín nhiệm của công ty chứng khoán. Ngược lại, các công ty duy trì khẩu vị rủi ro thận trọng, nhất quán với chiến lược kinh doanh và năng lực tài chính, có xu hướng sở hữu khả năng chống chịu tốt hơn trước các cú sốc thị trường, do đó được đánh giá tích cực hơn trong xếp hạng tín nhiệm.

b. Đòn bẩy

Tỷ lệ đòn bẩy thấp cho thấy công ty duy trì cấu trúc vốn thận trọng và bền vững hơn, với dư địa hấp thụ thua lỗ tốt hơn trước các cú sốc thị trường; trong khi tỷ lệ đòn bẩy cao phản ánh mức độ phụ thuộc lớn vào nguồn vốn vay, làm gia tăng rủi ro tín dụng trong các kịch bản bất lợi.

Theo phương pháp luận của TMR, mức độ đòn bẩy cao, nếu không đi kèm với năng lực sinh lời ổn định, chất lượng tài sản tốt và quản trị rủi ro hiệu quả, sẽ gây áp lực tiêu cực lên Hồ sơ tín nhiệm của công ty chứng khoán. Ngược lại, các công ty duy trì đòn bẩy ở mức hợp lý, phù hợp với mô hình kinh doanh và năng lực vốn, thường có khả năng duy trì niềm tin của thị trường và chủ nợ tốt hơn trong các giai đoạn thị trường căng thẳng, qua đó được đánh giá tích cực hơn trong xếp hạng tín nhiệm.

3.2. Nhóm II: Khả năng sinh lời

Khả năng sinh lời phản ánh năng lực tạo thu nhập và tích lũy vốn nội sinh của công ty chứng khoán, qua đó quyết định khả năng hấp thụ tổn thất, phục hồi sau các cú sốc thị trường và duy trì hoạt động bền vững trong trung và dài hạn.

Do đặc thù hoạt động kinh doanh các CTCK có tính chu kỳ cao. Chúng tôi đánh giá mức độ ổn định của lợi nhuận quan trọng không kém so với quy mô lợi nhuận tuyệt đối. Các CTCK có khả năng tạo lợi nhuận ổn định, kiểm soát tốt chi phí

và duy trì hiệu quả kinh doanh xuyên suốt các chu kỳ thị trường thường có năng lực tín dụng tốt hơn, có khả năng tạo vốn tự có để hỗ trợ tăng trưởng, củng cố cấu trúc vốn và giảm phụ thuộc vào các nguồn tài trợ bên ngoài. Ngược lại, lợi nhuận biến động mạnh hoặc phụ thuộc quá lớn vào điều kiện thị trường thuận lợi có thể làm gia tăng rủi ro tín dụng trong các giai đoạn thị trường bất lợi.

Theo phương pháp luận của chúng tôi, khả năng sinh lời tốt và ổn định là yếu tố hỗ trợ tích cực cho hồ sơ tín nhiệm của công ty chứng khoán, do góp phần nâng cao năng lực tạo vốn nội sinh và khả năng chống chịu trước các cú sốc thị trường. Ngược lại, khả năng sinh lời yếu và/hoặc biến động cao, đặc biệt khi kết hợp với đòn bẩy lớn hoặc khẩu vị rủi ro cao, sẽ tạo áp lực tiêu cực lên đánh giá tín nhiệm.

3.3. Nhóm III: Thanh khoản và Nguồn vốn

Do đặc thù mô hình kinh doanh phụ thuộc lớn vào nguồn vốn ngắn hạn và các dòng tiền mang tính thị trường, các công ty chứng khoán thường có mức độ nhạy cảm lớn với niềm tin của thị trường, đối tác, do đó áp lực thanh khoản gia tăng đáng kể trong các giai đoạn căng thẳng, ngay cả khi CTCK vẫn duy trì khả năng sinh lời. Do đó, cấu trúc nguồn vốn là yếu tố then chốt phản ánh mức độ bền vững tài chính và khả năng chống chịu trước các cú sốc thanh khoản của công ty chứng khoán. Các công ty chứng khoán có cơ cấu nguồn vốn phù hợp với kỳ hạn và mức độ rủi ro của tài sản, có dự trữ thanh khoản phù hợp, thường ít chịu tác động tiêu cực hơn trong các giai đoạn thị trường căng thẳng.

a. Thanh khoản

Hồ sơ thanh khoản vững chắc cần phản ánh khả năng của CTCK trong việc đáp ứng đầy đủ các nghĩa vụ tài chính đến hạn, duy trì hoạt động kinh doanh thường nhật và hấp thụ các cú sốc thanh khoản, trong bối cảnh khả năng tiếp cận thị trường vốn hoặc các nguồn tài trợ bên ngoài có thể bị thu hẹp nhanh chóng.

Theo phương pháp luận của chúng tôi, thanh khoản mạnh là yếu tố hỗ trợ quan trọng cho Hồ sơ tín nhiệm của công ty chứng khoán, hỗ trợ duy trì niềm tin của thị trường và các đối tác trong các giai đoạn biến động. Ngược lại, hồ sơ thanh khoản yếu, đặc biệt khi kết hợp với đòn bẩy cao hoặc khẩu vị rủi ro lớn, làm gia tăng rủi ro mất khả năng thanh toán trong các kịch bản căng thẳng, gây áp lực tiêu cực đáng kể lên điểm xếp hạng tín nhiệm.

b. Cấu trúc nguồn vốn

Hồ sơ nguồn vốn vững chắc thể hiện qua khả năng tài trợ đầy đủ cho các tài sản và cam kết dài hạn bằng các nguồn vốn ổn định, qua đó hạn chế rủi ro tái cấp vốn và giảm mức độ phụ thuộc vào các nguồn vốn ngắn hạn nhạy cảm với niềm tin thị trường.

Theo phương pháp luận của chúng tôi, cấu trúc nguồn vốn ổn định, với tỷ trọng nguồn vốn dài hạn phù hợp so với nhu cầu sử dụng vốn dài hạn, là yếu tố hỗ trợ tích cực cho Hồ sơ tín nhiệm của công ty chứng khoán. Ngược lại, sự phụ thuộc lớn vào nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho các tài sản và cam kết dài hạn sẽ tạo áp lực tiêu cực lên xếp hạng tín nhiệm, đặc biệt trong các giai đoạn thị trường biến động mạnh hoặc khi điều kiện huy động vốn trở nên kém thuận lợi.

4. Yếu tố điều chỉnh rủi ro

Thực tế, mỗi công ty chứng khoán có mô hình kinh doanh riêng biệt, để ghi nhận sự khác biệt cũng như ghi nhận những phương diện mà các bộ tiêu chí ở phần trên chưa thể hiện được hết, chúng tôi sử dụng các yếu tố định tính khác, gọi là các *yếu tố điều chỉnh*, kết hợp với kết quả phân tích ở trên để có thể đưa ra kết luận chính xác nhất về mức tín nhiệm của một tổ chức.

Một số các yếu tố điều chỉnh chính mà chúng tôi thường xuyên cân nhắc trong các quy trình đánh giá xếp hạng tín nhiệm là (a) quản trị rủi ro; (b) sự đa dạng trong hoạt động kinh doanh; (c) độ phức tạp và tính không rõ ràng; (d) rủi ro về môi trường, xã hội và quản trị (ESG), (e) yếu tố khác. Mỗi yếu tố sẽ được đánh giá theo ba mức: tích cực, trung lập và tiêu cực.

Chúng tôi sẽ tiến hành điều chỉnh mức xếp hạng tín nhiệm (điều chỉnh tăng hoặc giảm) phụ thuộc vào nhận định của chúng tôi cho từng tổ chức phát hành. Lưu ý là chúng tôi chỉ áp dụng trong trường hợp khi những tác động của các yếu tố điều chỉnh được đề cập ở trong phần này chưa được thể hiện hoặc phản ánh được hết ở trong các đánh giá ở các bước trên.

5. Yếu tố hỗ trợ

Sau khi đưa ra mức xếp hạng tín nhiệm đơn lẻ của tổ chức phát hành, tiếp đến chúng tôi sẽ cân nhắc tới các yếu tố hỗ trợ từ bên ngoài mà tổ chức phát hành có thể nhận được khi gặp phải sự cố, rủi ro không lường trước được trước khi đề xuất mức xếp hạng tín nhiệm cuối cùng cho tổ chức được xếp hạng.

Sự hỗ trợ bên ngoài bao gồm những hỗ trợ từ công ty mẹ, cổ đông, thành viên khác trong hệ sinh thái và cơ quan quản lý. Trong đó, đối với các công ty chứng khoán, sự hỗ trợ từ công ty mẹ hay cổ đông lớn là yếu tố đặc biệt quan trọng đối với đặc thù hoạt động của các công ty chứng khoán tại Việt Nam.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo Xếp hạng tín nhiệm (“XHTN”), email, văn bản hoặc bất kỳ ấn phẩm nào có liên quan của TMR là những ý kiến về rủi ro tín dụng tương đối trong tương lai của một tổ chức phát hành hoặc một tổ chức có công cụ nợ được xếp hạng tín nhiệm. XHTN không xem xét rủi ro tổn thất do các yếu tố phi tín dụng, trừ khi rủi ro đó được đề cập cụ thể. Kết quả XHTN mang tính dự báo và dựa trên các giả định về diễn biến trong tương lai, do đó không thể được xác minh hoàn toàn tại thời điểm công bố. Ngay cả khi dữ liệu hiện tại đã được xác minh, kết quả xếp hạng vẫn có thể bị ảnh hưởng bởi các sự kiện hoặc yếu tố không lường trước.

Báo cáo XHTN, các đánh giá, ý kiến và tài liệu phát hành của TMR không phải là tư vấn đầu tư tài chính và không bao hàm, ám chỉ hay hướng dẫn bất kỳ ai trong việc mua, bán hay nắm giữ cổ phiếu, vốn góp hay công cụ nợ nào. Xếp hạng tín nhiệm cũng không đánh giá tính hợp lý của giá thị trường, sự phù hợp của công cụ nợ với nhà đầu tư cụ thể, hay các vấn đề liên quan khác. TMR không tham gia vào hoạt động tư vấn phát hành, quản lý rủi ro, bảo lãnh phát hành hay phân phối với tổ chức được xếp hạng tín nhiệm hay tổ chức có công cụ nợ được xếp hạng tín nhiệm.

Khi đưa ra báo cáo kết quả xếp hạng tín nhiệm và các báo cáo khác, TMR dựa trên dữ liệu thực tế nhận được từ khách hàng và các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin hợp pháp khác. TMR có thể tiến hành nhưng không bắt buộc quy trình đánh giá và xác minh thông tin được cung cấp. Tuy nhiên, mức độ đánh giá và xác minh của TMR thay đổi tùy theo bản chất của tổ chức phát hành hay công cụ nợ được xếp hạng, yêu cầu phân tích, đánh giá, thẩm định đầu tư, yêu cầu pháp lý, tính minh bạch của thông tin công khai, khả năng tiếp cận ban lãnh đạo và các xác minh từ bên thứ ba như báo cáo kiểm toán, báo cáo thẩm định, báo cáo kỹ thuật, ý kiến pháp lý và các tài liệu liên quan khác. TMR không đảm bảo tính chính xác hoặc đầy đủ tuyệt đối của tất cả thông tin sử dụng trong quá trình xếp hạng hoặc lập báo cáo. Trách nhiệm về tính chính xác và đầy đủ của thông tin thuộc về tổ chức phát hành trong các tài liệu công bố.

TMR không cam kết rằng báo cáo này hoặc bất kỳ nội dung nào của báo cáo sẽ đáp ứng mọi yêu cầu của người đọc. Xếp hạng của TMR là ý kiến về mức độ tín nhiệm của một tổ chức phát hành hoặc công cụ nợ. Ý kiến này và các báo cáo khác của TMR dựa trên các tiêu chí và phương pháp đánh giá được thiết lập và TMR liên tục đánh giá, cập nhật phương pháp đó. Do đó, báo cáo xếp hạng tín nhiệm và các báo cáo khác là sản phẩm tập thể của TMR và không có cá nhân hoặc nhóm cá nhân nào chịu trách nhiệm duy nhất về một báo cáo cụ thể. Tất cả các báo cáo của TMR đều có sự đóng góp của nhiều tác giả. Những cá nhân được đề cập trong báo cáo chỉ có mặt để liên hệ, không chịu trách nhiệm duy nhất về các ý kiến được nêu trong báo cáo. Một báo cáo xếp hạng tín nhiệm của TMR không phải là bản cáo bạch và không thay thế thông tin mà tổ chức phát hành cung cấp cho nhà đầu tư khi bán công cụ nợ.

Văn bản này, bao gồm tất cả nội dung, phân tích và tài liệu được trình bày ở đây, là tài sản độc quyền của TMR và được bảo vệ bởi luật bản quyền hiện hành. Tất cả các quyền, quyền sở hữu và lợi ích trong và đối với báo cáo và nội dung của nó, bao gồm nhưng không giới hạn ở văn bản, đồ họa, dữ liệu và các tài sản trí tuệ khác, đều thuộc sở hữu hoặc cấp phép của TMR.

Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép, phân phối hoặc truyền tải dưới bất kỳ hình thức nào hoặc bằng bất kỳ phương tiện nào, bao gồm sao chụp, ghi âm hoặc lưu trữ điện tử, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của TMR. Việc sử dụng, sao chép hoặc phân phối trái phép báo cáo này hoặc bất kỳ nội dung nào của báo cáo này đều bị cấm và có thể vi phạm luật bản quyền, nhãn hiệu hoặc luật sở hữu trí tuệ khác. Bất kỳ việc sử dụng hoặc sửa đổi trái phép nội dung của báo cáo đều có thể dẫn đến hành động pháp lý. Tất cả các nhãn hiệu, nhãn hiệu dịch vụ và logo được sử dụng trong báo cáo này là tài sản của chủ sở hữu tương ứng.