



Working Paper 2026.1.3.7

- Vol. 1, No. 3

## TÁC ĐỘNG CỦA CẢI CÁCH PHÁP LÝ ĐẾN SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU XANH TẠI ASEAN: HÀM Ý CHÍNH SÁCH CHO VIỆT NAM

**Nguyễn Thị Hương Giang<sup>1</sup>, Lê Văn Khanh**

Sinh viên K62 CTTT Quản trị Kinh doanh quốc tế – Khoa Quản trị Kinh doanh

*Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam*

**Lưu Thị Khánh Ngân, Nguyễn Minh Thư**

Sinh viên K62 CLC Tiếng Nhật thương mại – Khoa Tiếng Nhật

*Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam*

**Đào Thị Thương**

Giảng viên Khoa Quản trị Kinh doanh

*Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam*

### Tóm tắt

Sự phát triển nhanh chóng của thị trường trái phiếu xanh đã trở thành một trong những yếu tố quan trọng trong quá trình thế giới chuyển dịch sang tài chính bền vững sau Hiệp định Paris. Tuy nhiên, tại ASEAN, thị trường này vẫn tồn tại sự khác nhau giữa các nước do khung pháp lý khác biệt. Nghiên cứu này khám phá tác động của cải cách quy định đến sự tăng trưởng của trái phiếu xanh tại 6 nước ASEAN bao gồm Singapore, Malaysia, Thái Lan, Indonesia, Philippines và Việt Nam từ 2016 đến 2024. Sử dụng dữ liệu bảng và mô hình hồi quy hiệu ứng cố định, nghiên cứu xây dựng chỉ số quy định phức hợp gồm Phân loại xanh, Khung pháp lý phát hành, Hệ thống báo cáo, và Giám định độc lập. Kết quả cho thấy cải cách quy định có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến tăng trưởng thị trường trái phiếu xanh, trong khi các biến kinh tế vĩ mô như vốn hóa thị trường chứng khoán, xếp hạng tín nhiệm và lạm phát không có ý nghĩa đó. Nghiên cứu nhấn mạnh vai trò của khung thể chế và đưa ra hàm ý chính sách nhằm giúp Việt Nam hoàn thiện hệ thống tài chính xanh để hỗ trợ mục tiêu Net-Zero.

**Từ khóa:** Trái phiếu xanh, cải cách quy định, tài chính bền vững, ASEAN, Việt Nam.

<sup>1</sup> Tác giả liên hệ. Email: k62.2312280017@ftu.edu.vn

---

# THE IMPACT OF REGULATORY REFORM ON THE DEVELOPMENT OF THE GREEN BOND MARKET IN ASEAN: IMPLICATIONS FOR VIETNAM

## Abstract

The rapid growth of the green bond market has become one of the essential elements of the global sustainable finance transition after the Paris Agreement. Nevertheless, in emerging localities like ASEAN, there is still disparity in the creation of green bond markets, partially due to distinctions between regulatory conditions. This paper explores how regulatory changes have affected the development of green bond markets in six ASEAN states Singapore, Malaysia, Thailand, Indonesia, the Philippines, and Vietnam in the year 2016 to 2024. The analysis employs panel data and a fixed-effects regression model, which creates a composite regulatory index that encompasses four major dimensions, namely, green taxonomy, issuance framework, reporting, and verification. The empirical findings indicate that the regulatory reforms positively and statistically significantly affect the green bond market growth. Conversely, there are no significant effect variables in the model, such as macroeconomic control variables such as capitalization of stock market, sovereign credit rating and inflation. The results show the significance of institutional progress and regulatory plausibility in the sustainable finance market development in emerging economies. On the basis of these findings, the study gives the policy implication on Vietnam in strengthening its green finance framework to help create a lasting commitment of the country of Net Zero.

**Keywords:** Green bonds, regulatory reform, sustainable finance, ASEAN, Vietnam.

---

## 1. Giới thiệu

Hiệp định Paris lịch sử đã được kí kết vào năm 2015, đã thúc đẩy hệ thống tài chính toàn cầu dịch chuyển từ tư duy lợi nhuận ngắn hạn sang hệ sinh thái tài chính bền vững. Trong kỷ nguyên này, biến đổi khí hậu không còn là vấn đề môi trường thuần túy mà đã trở thành rủi ro tài chính hệ thống, đe dọa sự ổn định của các danh mục đầu tư dài hạn. Chính vì vậy, Trái phiếu xanh đã ra đời như một công cụ giải pháp. Tại khu vực ASEAN, trước áp lực từ thiên tai và mực nước biển dâng, các quốc gia đã nỗ lực nội luật hóa các nguyên tắc quốc tế thông qua Tiêu chuẩn Trái phiếu Xanh ASEAN (ASEAN Green Bond Standards - AGBS). Với những bước chuyển mình đầy ngoạn mục từ các đầu tàu như Singapore, đã biến ASEAN từ vùng rủi ro khí hậu thành điểm đến hấp dẫn cho các dòng vốn ESG quốc tế. Để thực hiện, một khung pháp lý minh bạch và hệ thống giám sát chặt chẽ là điều kiện tiên quyết để giải quyết bài toán thông tin bất đối xứng. Các cơ chế định giá carbon và tiêu chuẩn công bố thông tin giúp giảm thiểu rủi ro "Tẩy xanh" (Greenwashing) - yếu tố trực tiếp đe dọa đến tính liêm chính và niềm tin của nhà đầu tư. Tại ASEAN, sự can thiệp chính sách rõ rệt của nhóm dẫn đầu đã tạo ra lợi thế cạnh tranh vượt trội trong việc thu hút dòng vốn bền vững so với các quốc gia có hệ thống quy định còn lỏng lẻo. Dù AGBS đã tạo nền tảng chung, khu vực vẫn đang đối mặt với tình trạng "mảnh vỡ quy định" do sự chênh lệch về phát triển kinh tế. Riêng tại Việt Nam, thị trường trái phiếu xanh hiện vẫn ở giai đoạn sơ khai, do có sự thiếu hụt Danh mục phân loại xanh, chi phí tuân thủ và xác nhận nhãn xanh quá cao. Vì vậy, nghiên cứu này sẽ làm rõ mối quan hệ nhân quả giữa môi trường pháp lý và sự tăng trưởng của thị trường trái phiếu xanh tại nhóm ASEAN-6 giai đoạn 2016-2024 nhằm nhận diện xu hướng hội tụ hoặc phân kỳ của khung pháp

lý khu vực. Thông qua việc kiểm định thực nghiệm tác động của các chỉ số quy định đến khối lượng phát hành và tính thanh khoản, đề tài đối chiếu vị thế của Việt Nam để đề xuất lộ trình hoàn thiện chính sách. Về mặt lý luận, nghiên cứu củng cố Lý thuyết Thể chế bằng cách minh chứng vai trò quyết định của can thiệp chính sách tại các thị trường mới nổi. Về thực tiễn, các bằng chứng định lượng thu được sẽ hỗ trợ cơ quan quản lý tối ưu hóa quy định tín dụng xanh, góp phần hiện thực hóa cam kết Net Zero 2050 của Chính phủ.

## **2. Cơ sở lý thuyết**

### ***2.1. Trái phiếu xanh và sự tăng trưởng của thị trường***

Trái phiếu xanh là một loại công cụ tài chính mà nguồn vốn huy động được thiết kế đặc biệt để tài trợ hoặc tái tài trợ cho các dự án mang lại lợi ích môi trường. Mặc dù có nhiều đặc điểm tài chính tương tự trái phiếu thông thường, trái phiếu xanh được phân biệt bởi việc nguồn vốn thu được chỉ sử dụng cho các hoạt động bền vững cụ thể như năng lượng tái tạo, tiết kiệm năng lượng và các dự án toàn cầu nhằm ứng phó với biến đổi khí hậu (Ehlers & Packer, 2017; Lin & Hong, 2022).

Theo các tài liệu học thuật, quá trình phát triển liên quan đến quy mô, chiều sâu và mức độ trưởng thành của thị trường trái phiếu xanh theo thời gian được gọi là “tăng trưởng thị trường trái phiếu xanh”. Thị trường trái phiếu xanh kết hợp cả khía cạnh bền vững và tài chính do đó sự phát triển của nó thường được đo lường thông qua nhiều chỉ số khác nhau (OECD, 2017; Sáng kiến Trái phiếu Khí hậu, 2023). Trong các nghiên cứu thực nghiệm, khối lượng phát hành trái phiếu hay “tổng giá trị trái phiếu phát hành trong một giai đoạn nhất định” là chỉ số phổ biến nhất để đánh giá sự tăng trưởng của thị trường. Tuy nhiên chỉ số này có thể chưa phản ánh đầy đủ cấu trúc thị trường nên nhiều nghiên cứu bổ sung thêm các chỉ số khác như số lượng tổ chức phát hành tham gia thị trường, độ sâu thị trường, tính thanh khoản và mức độ trưởng thành của thị trường. Một số nghiên cứu cũng sử dụng cách tiếp cận tổng hợp, kết hợp nhiều chỉ số để đánh giá toàn diện sự phát triển của thị trường, đặc biệt trong bối cảnh các thị trường mới nổi như ASEAN.

### ***2.2. Khung pháp lý cho trái phiếu xanh***

Trong bối cảnh chưa tồn tại một hiệp ước quốc tế mang tính ràng buộc về tài chính xanh, Tiêu chuẩn Trái phiếu Xanh (Green Bond Principles - GBP) do Hiệp hội Thị trường Vốn Quốc tế (International Capital Market Association - ICMA) phát triển được xem là một trong những bộ hướng dẫn quan trọng nhất và cung cấp các nguyên tắc cơ bản nhằm hỗ trợ việc phát hành và đánh giá trái phiếu xanh. GBP hoạt động dựa trên bốn thành phần cốt lõi chính là Mục đích sử dụng vốn (Use of Proceeds) để nhấn mạnh rằng toàn bộ nguồn vốn huy động từ trái phiếu xanh phải được phân bổ cho các dự án xanh đủ điều kiện. Thành phần thứ hai là Quy trình đánh giá và lựa chọn dự án (Process for Project Evaluation and Selection) với yêu cầu tổ chức phát hành công bố minh bạch các mục tiêu bền vững cũng như các tiêu chí cụ thể được sử dụng để xác định tính đủ điều kiện của các dự án xanh. Sau quá trình đánh giá và lựa chọn dự án, thành phần thứ ba là Quản lý nguồn vốn thu được (Management of Proceeds) để đảm bảo rằng nguồn vốn huy động được quản lý riêng biệt và chỉ sử dụng cho các mục đích xanh. Cuối cùng, Cơ chế báo cáo (Reporting) đóng vai trò là cơ chế giám sát sau phát hành nhằm đảm bảo tính minh bạch và trách nhiệm giải trình.

Ở cấp độ khu vực, các quốc gia Đông Nam Á đã phát triển một khuôn khổ riêng nhằm điều chỉnh các nguyên tắc toàn cầu cho phù hợp với bối cảnh khu vực. Tiêu chuẩn Trái phiếu Xanh ASEAN (AGBS) được xây dựng bởi Diễn đàn Thị trường Vốn ASEAN (ASEAN Capital Markets Forum – ACMF) trên cơ sở các nguyên tắc của ICMA với mục tiêu tạo điều kiện cho thị trường vốn ASEAN tiếp cận nguồn tài chính xanh và hỗ trợ tăng trưởng bền vững của khu vực. AGBS duy trì cấu trúc bốn thành phần cốt lõi giống với GBP để duy trì cấu trúc này giúp đảm bảo tính tương thích với các chuẩn mực quốc tế, đồng thời tạo điều kiện thuận lợi cho nhà đầu tư quốc tế khi tham gia vào thị trường khu vực.

### ***2.3. Các nghiên cứu thực nghiệm về quy định và thị trường trái phiếu xanh***

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra mối liên hệ giữa sự phát triển của hệ thống tài chính và tăng trưởng kinh tế. Kết quả thực nghiệm cho thấy sự phát triển tài chính có tác động tích cực đáng kể đến tăng trưởng kinh tế thông qua việc nâng cao năng suất hoặc tích lũy vốn vật chất và tri thức thường được đo bằng quy mô trung gian tài chính hoặc nguồn vốn bên ngoài so với GDP (Levine, 2005; Pelgrin và cộng sự, 2002). Các nghiên cứu cũng cho thấy khung pháp lý có tác động đáng kể đến chi phí vốn và sự phát triển của thị trường trái phiếu xanh. Một số nghiên cứu chỉ ra sự tồn tại của hiện tượng “greenium” tức lợi suất trái phiếu xanh thấp hơn so với trái phiếu thông thường. Tuy nhiên việc chênh lệch lợi suất này phụ thuộc vào mức độ đáng tin cậy của khung pháp lý và danh tiếng môi trường của tổ chức phát hành. Các nghiên cứu khác cũng cho thấy các doanh nghiệp gây ô nhiễm thường có xu hướng bị thị trường đánh giá rủi ro cao hơn (Kapraun & Scheins, 2019; El Ghouli và cộng sự, 2011; Ng & Rezaee, 2015).

Trong bối cảnh tài chính xanh tại các thị trường phát triển như Liên minh châu Âu và Hoa Kỳ các nghiên cứu cho thấy vai trò của các cơ chế phân loại và công bố thông tin nhằm giảm thiểu rủi ro “tẩy xanh” và tăng tính minh bạch của thị trường. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy các quy định yêu cầu công bố thông tin về môi trường có thể giúp giảm mức độ ô nhiễm mà không ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (Downar và cộng sự, 2020; Tomar, 2019). Còn đối với các nền kinh tế mới nổi, vai trò của quy định thường mang tính định hướng thị trường. Ví dụ như nghiên cứu về Trung Quốc cho thấy sự can thiệp của nhà nước và các mục tiêu môi trường được tích hợp trong chính sách đã góp phần thúc đẩy sự tăng trưởng nhanh của thị trường trái phiếu xanh (Azhgaliyeva và cộng sự, 2020).

### ***2.4. Khoảng trống nghiên cứu và giả thuyết***

Hiện nay, phần lớn các nghiên cứu về ASEAN vẫn chủ yếu sử dụng các phương pháp định tính hoặc các mô hình hồi quy Ordinary Least Squares (OLS) truyền thống dẫn đến sự thiếu chiều sâu khi phân tích cơ chế chính sách đến thị trường. Hơn thế nữa, nhiều nghiên cứu hiện nay thường xem ASEAN là một khối đồng nhất trong khi ASEAN bao gồm các nền kinh tế có trình độ phát triển rất khác nhau ví dụ như Singapore so với Việt Nam hay Lào. Chính vì vậy các bài nghiên cứu có thể đã bỏ qua sự khác biệt trong phản ứng của từng thị trường đối với các quy định về tài chính xanh.

Theo lý thuyết thể chế, khung pháp lý đóng vai trò quan trọng trong việc định hình hành vi thị trường bằng cách giảm bất định và tạo tính chính danh cho các công cụ tài chính mới. Tuy nhiên, các quy định về tài chính xanh trong bối cảnh ASEAN phần lớn vẫn mang tính tự nguyện

và được triển khai không đồng đều giữa các quốc gia. Vì vậy, nghiên cứu này xem xét vai trò của cải cách pháp lý đối với sự phát triển của thị trường trái phiếu xanh.

**H1:** Cải cách pháp lý có mối quan hệ tích cực với sự tăng trưởng của thị trường trái phiếu xanh.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1 Dữ liệu và mẫu nghiên cứu

Nghiên cứu này phân tích mối quan hệ giữa cải cách quy định và sự tăng trưởng của thị trường trái phiếu xanh tại khu vực Đông Nam Á. Mẫu nghiên cứu gồm sáu quốc gia ASEAN có hoạt động phát hành trái phiếu xanh và khung pháp lý liên quan, gồm Việt Nam, Malaysia, Thái Lan, Indonesia, Singapore và Philippines. Phương pháp chọn mẫu có chủ đích được áp dụng nhằm lựa chọn các nước có thể quan sát được cả hoạt động phát hành trái phiếu xanh và sự phát triển của khung quy định.

Giai đoạn nghiên cứu kéo dài từ năm 2016 đến năm 2024, tương ứng với thời kỳ hình thành và phát triển ban đầu của thị trường trái phiếu xanh trong khu vực (Dong và cộng sự, 2023). Dữ liệu về khối lượng phát hành trái phiếu xanh được thu thập từ cơ sở dữ liệu AsianBondsOnline của Ngân hàng Phát triển Châu Á (Asian Development Bank - ADB). Dữ liệu về quy định được sử dụng để xây dựng Chỉ số quy định (Regulatory Index) và được thu thập từ các nguồn chính thức của cơ quan quản lý tại từng quốc gia.

Các biến kiểm soát, bao gồm vốn hóa thị trường chứng khoán, lạm phát và xếp hạng tín nhiệm quốc gia, được thu thập từ các cơ sở dữ liệu quốc tế như World Bank và The Global Economy. Bộ dữ liệu cuối cùng được xây dựng dưới dạng dữ liệu bảng theo quốc gia và thời gian.

#### 3.2 Phương pháp phân tích dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng các phương pháp kinh tế lượng dành cho dữ liệu bảng để ước lượng mối quan hệ giữa cải cách quy định và tăng trưởng thị trường trái phiếu xanh.

Nghiên cứu so sánh hai phương pháp ước lượng phổ biến là mô hình hiệu ứng cố định (Fixed Effects - FE) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (Random Effects - RE). Kiểm định Hausman được thực hiện để lựa chọn mô hình phù hợp. Kết quả kiểm định bác bỏ giả thuyết không ở mức ý nghĩa 5% ( $\chi^2 = 20,80$ ;  $p = 0,0355$ ), cho thấy mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên không phù hợp với bộ dữ liệu.

Do đó, phân tích thực nghiệm sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng với hiệu ứng cố định, đồng thời đưa hiệu ứng cố định theo năm vào mô hình nhằm kiểm soát các cú sốc chung theo thời gian. Sai số chuẩn được gom nhóm theo quốc gia để xử lý khả năng tồn tại của phương sai sai số thay đổi và tự tương quan.

#### 3.3 Mô hình thực nghiệm

Để kiểm chứng sự thay đổi của quy định ảnh hưởng thế nào tới thị trường trái phiếu xanh, nghiên cứu này áp dụng Mô hình hồi quy tác động cố định với dữ liệu bảng. Mô hình đặc trưng cơ sở là:

$$Growth_{it} = a_0 + a_1Regulation\_change_{it} + a_2ST_{it} + a_3Rating_{it} + a_4Inflation\_rate_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

- $Growth_{it}$  là tỉ lệ tăng trưởng hàng năm của thị trường trái phiếu xanh tại nước  $i$  vào năm  $t$ ;
- $Regulation\_change_{it}$  là cải cách quy định;
- $ST_{it}$  là vốn hóa thị trường chứng khoán (dạng biến đổi logarit);
- $Rating_{it}$  là xếp hạng tín nhiệm;
- $Inflation\_rate_{it}$  là tỉ lệ lạm phát;
- $\mu_i$  là hệ số chặn riêng biệt cho từng quốc gia;
- $\lambda_t$  là hệ số chặn thay đổi theo từng giai đoạn;
- $\varepsilon_{it}$  là sai số ngẫu nhiên đặc thù.

### 3.3.1 Đo lường Cải cách Quy định

Để lượng hoá môi trường quy định, bài viết đã xây dựng một chỉ số quy định phức hợp để phản ánh sự phát triển của khung pháp lý trái phiếu xanh. Chỉ số này tập trung vào các quy định trên phương diện pháp lý thay vì việc thực thi chúng trên thực tế.

Chỉ số bao gồm bốn trụ cột: Phân loại Xanh (Green Taxonomy), Khung pháp lý phát hành (Issuance Framework), Hệ thống báo cáo (Reporting), và Giám định độc lập (Verification) - đây cũng là những khía cạnh chính của quy định về trái phiếu xanh. Phân loại Xanh đề cập tới sự tồn tại của hệ thống phân loại cấp quốc gia về hoạt động kinh tế bền vững. Khung pháp lý phát hành đánh giá cấu trúc pháp luật quản lý việc phát hành trái phiếu xanh, ví dụ như mục đích sử dụng vốn. Hệ thống báo cáo kiểm chứng nghĩa vụ công bố sau phát hành là được khuyến khích hay bắt buộc. Giám định độc lập ghi nhận cách thức quản lý đối với các cơ chế soát xét độc lập từ bên thứ ba.

Mỗi trụ cột được chấm điểm từ 0 đến 2 điểm, tạo ra một thang điểm phức hợp từ 0 đến 8 điểm:

$$RegulatoryIndex_{it} = GreenTaxonomy_{it} + Framework_{it} + Reporting_{it} + Verification_{it}$$

Thay vì sử dụng trực tiếp mức độ quy định, chúng tôi chú ý hơn tới sự thay đổi của quy định, được xác định là sai phân bậc nhất của chỉ số:

$$Regulatory\_change_{it} = RegulatoryIndex_{it} - RegulatoryIndex_{it-1}$$

Cách tiếp cận này ghi nhận sự cải cách của thể chế theo thời gian và tương thích với chiến lược ước lượng tác động cố định, vốn dựa trên sự biến động nội tại của từng quốc gia.

### 3.3.2 Đo lường Tăng trưởng Thị trường Trái phiếu Xanh

Tolliver và cộng sự (2020) đã đo quy mô thị trường trái phiếu xanh bằng:

$$GB_{it} = \ln(1 + GVOL_{it})$$

trong đó  $GVOL_{it}$  là tổng khối lượng phát hành trái phiếu xanh hàng năm được xác định qua công thức logarit, điều này giúp giảm độ lệch và cho phép diễn giải các thay đổi về phát hành theo tỷ lệ.

Biến phụ thuộc cơ sở ghi nhận động lực mở rộng thị trường và được xác định là sai phân bậc nhất của quy mô thị trường:

$$Growth_{it} = GB_{it} - GB_{it-1}$$

Cấu trúc này cho phép đo lường tỷ lệ tăng trưởng và giảm thiểu ảnh hưởng của các giá trị phát hành cực đoan.

### 3.3.3 Các biến kiểm soát

Nhằm đánh giá các yếu tố khác cũng có thể tác động lên sự tăng trưởng của thị trường trái phiếu xanh, chúng tôi cân nhắc một số biến kiểm soát dưới đây.

Vốn hóa thị trường chứng khoán (ST), được tính toán theo hàm logarit, đo lường mức độ phát triển tài chính và độ sâu của thị trường vốn. Một số kết quả nghiên cứu của Tolliver và cộng sự (2020) và Liu và cộng sự (2022) đều chỉ ra mối quan hệ thuận chiều giữa vốn hóa thị trường chứng khoán và khối lượng phát hành trái phiếu xanh.

Xếp hạng tín nhiệm quốc gia (Rating) được xác định rộng rãi là một trong những yếu tố quan trọng quyết định hoạt động phát hành trái phiếu xanh. Các nghiên cứu thực nghiệm tại EU và Indonesia cho thấy xếp hạng tín nhiệm cao hơn thường gắn liền với khối lượng phát hành lớn hơn. Cụ thể, mức xếp hạng cao phản ánh năng lực tài chính mạnh hơn và rủi ro vỡ nợ thấp hơn, từ đó làm gia tăng niềm tin của nhà đầu tư và thu hút nhiều nguồn vốn (Dan and Adriana, 2021).

Lạm phát (Inflation\_rate) được đưa vào mô hình nhằm phản ánh điều kiện kinh tế vĩ mô. Các nghiên cứu đã đưa ra kết quả khác nhau về tác động của biến số này. Trong một số trường hợp, lạm phát cao có thể làm tăng chi phí triển khai các dự án xanh, khiến nhu cầu huy động thêm nguồn tài chính trở nên cần thiết (EU; Indonesia). Tuy nhiên, lạm phát cao cũng có thể là dấu hiệu của sự bất ổn kinh tế vĩ mô và có thể ảnh hưởng tiêu cực đến các quyết định đầu tư dài hạn.

## 4. Kết quả phân tích

### 4.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả của các biến được trình bày trong Bảng 1. Mẫu nghiên cứu bao gồm dữ liệu bảng của sáu quốc gia ASEAN trong giai đoạn 2016-2024 với tổng cộng 48 quan sát.

**Bảng 1:** Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
growth	48	2.11	6.22	-2.44	21.17
Regulatory_change	48	0.58	1.78	-7.00	6.00
ST	48	4.41	0.48	3.72	5.43

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Rating	48	10.27	3.36	5.00	17.00
Inflation_rate	48	2.57	1.96	-1.60	8.50

Kết quả cho thấy tốc độ tăng trưởng của thị trường trái phiếu xanh (growth) có giá trị trung bình 2,11 với độ lệch chuẩn 6,22, phản ánh mức độ biến động đáng kể giữa các quốc gia và theo thời gian. Giá trị của biến này dao động từ -2,44 đến 21,17, cho thấy trong một số giai đoạn thị trường tăng trưởng chậm, trong khi ở các giai đoạn khác lại ghi nhận mức mở rộng mạnh.

Biến thay đổi quy định (Regulatory\_change) có giá trị trung bình 0,58 và dao động từ -7 đến 6, phản ánh sự khác biệt đáng kể về thời điểm và mức độ cải cách quy định giữa các quốc gia ASEAN.

#### 4.2 Phân tích tương quan và kiểm tra đa cộng tuyến

**Bảng 2:** Ma trận tương quan Pearson

	growth	Regulatory_change	ST	Rating	Inflation_rate
growth	1.000				
Regulatory_change	0.2176	1.000			
ST	0.1074	-0.0410	1.000		
Rating	0.0589	-0.0021	0.7936	1.000	
Inflation_rate	-0.0905	0.0502	-0.4318	-0.1838	1.000

Kết quả cho thấy phần lớn các hệ số tương quan ở mức thấp. Hệ số cao nhất được quan sát giữa vốn hóa thị trường chứng khoán (ST) và xếp hạng tín nhiệm quốc gia (Rating) với giá trị 0,79, nhưng vẫn thấp hơn ngưỡng 0,9 thường được sử dụng để cảnh báo đa cộng tuyến nghiêm trọng.

Để đánh giá chi tiết hơn, nghiên cứu tiếp tục tính toán hệ số phóng đại phương sai (Variance Inflation Factor - VIF).

**Bảng 3:** Hệ số phóng đại phương sai VIF

Biến	VIF	1/VIF
ST	3.51	0.285
Rating	2.95	0.338

Biến	VIF	1/VIF
Inflation	1.34	0.745
Regulatory change	1.00	0.995
VIF trung bình	2.20	

Kết quả cho thấy tất cả các biến có giá trị VIF dưới ngưỡng 5, với VIF trung bình là 2,20. Điều này cho thấy đa cộng tuyến không phải là vấn đề đáng lo ngại trong mô hình.

### 4.3. Kết quả hồi quy cơ bản

**Bảng 4.** Kết quả hồi quy

Biến	Hệ số ước lượng	Giá trị t	Giá trị p
Regulatory_change	1.26	8.76	0.000
ST	9.77	1.07	0.334
Rating	5.89	1.82	0.129
Inflation_rate	0.08	0.17	0.868

Kết quả cho thấy biến Regulatory\_change có tác động dương và có ý nghĩa thống kê cao đối với tăng trưởng thị trường trái phiếu xanh ( $\beta = 1,26$ ;  $p < 0,001$ ). Điều này cho thấy khi khung pháp lý được cải thiện, thị trường trái phiếu xanh có xu hướng tăng trưởng mạnh hơn.

Về mặt định lượng, khi chỉ số cải cách quy định tăng thêm một đơn vị, tốc độ tăng trưởng của thị trường trái phiếu xanh tăng khoảng 1,26 đơn vị, khi các yếu tố khác được giữ không đổi. Kết quả này cung cấp bằng chứng thực nghiệm chấp nhận giả thuyết cho rằng cải cách quy định có tác động tích cực đến sự tăng trưởng của thị trường trái phiếu xanh được chấp nhận. Do đó, giả thuyết H1 cho rằng cải cách quy định có tác động tích cực đến sự tăng trưởng của thị trường trái phiếu xanh được chấp nhận.

Các biến kiểm soát kinh tế vĩ mô, bao gồm vốn hóa thị trường chứng khoán, xếp hạng tín nhiệm quốc gia và lạm phát, không cho thấy ý nghĩa thống kê trong mô hình hiệu ứng cố định. Điều này có thể do các biến này thay đổi tương đối ít theo thời gian trong từng quốc gia, nên phần lớn ảnh hưởng của chúng đã được hấp thụ bởi các đặc điểm cố hữu của mỗi quốc gia trong mô hình.

### 4.4 Kiểm tra độ bền của kết quả

Một số kiểm tra độ bền được thực hiện để đánh giá tính ổn định của kết quả. Khi sử dụng biến Regulatory\_change với độ trễ một năm, hệ số vẫn dương và có ý nghĩa thống kê ( $\beta = 1,106$ ;  $p = 0,014$ ), cho thấy tác động của cải cách quy định tiếp tục ảnh hưởng đến tăng trưởng thị trường trong năm tiếp theo.

Kết quả cũng không thay đổi đáng kể khi loại bỏ Singapore khỏi mẫu nghiên cứu, với hệ số của Regulatory\_change vẫn dương và có ý nghĩa thống kê. Ngoài ra, việc phân tách chỉ số quy định cho thấy các yếu tố liên quan đến khung pháp lý, yêu cầu báo cáo và đánh giá bên ngoài có tác động tích cực đến sự phát triển của thị trường.

Cuối cùng, các kiểm định bổ sung như xu hướng thời gian riêng cho từng quốc gia và kiểm định wild cluster bootstrap đều cho thấy kết quả chính vẫn được duy trì. Nhìn chung, các kiểm tra độ bền củng cố bằng chứng rằng cải cách quy định đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy sự tăng trưởng của thị trường trái phiếu xanh tại các quốc gia ASEAN.

## **5. Thảo luận và gợi ý chính sách**

### ***5.1 Phân tích chuyên sâu cho Thị trường Trái phiếu Xanh khu vực ASEAN***

Kết quả nghiên cứu cho thấy cải cách quy định đóng vai trò là một trong những động lực quan trọng thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu xanh tại các quốc gia ASEAN. Hệ số dương và có ý nghĩa thống kê cao của biến “regulatory change” cho thấy việc ban hành hoặc cải thiện khung pháp lý có tác động rõ rệt đến tăng trưởng của thị trường trái phiếu xanh..

Ngược lại, trong mô hình Fixed Effects (FE) cho thấy các biến số vĩ mô như quy mô thị trường chứng khoán hay xếp hạng tín dụng quốc gia đều không cho thấy ý nghĩa thống kê rõ ràng. Hiện tượng này cùng với giá trị rho  $\approx 95\%$  có thể chỉ ra rằng phần lớn sự biến động trong tăng trưởng thị trường trái phiếu xanh bắt nguồn từ mức độ trưởng thành của thị trường tài chính và năng lực thể chế của từng quốc gia ASEAN đóng vai trò định đoạt lớn hơn so với các biến động kinh tế vĩ mô nhất thời.

Kết quả phân tích sâu hơn còn cho thấy các chính sách liên quan đến tính minh bạch của thị trường có tác động đặc biệt mạnh hơn cả đến tăng trưởng thị trường. Thêm vào đó, kết quả kiểm định “quan hệ nhân quả ngược” (reverse causality) còn cho thấy khi thị trường có dấu hiệu suy giảm hoặc tăng trưởng yếu, các chính phủ ASEAN có xu hướng đẩy mạnh cải cách. Từ đó có thể cho rằng cải cách thể chế vừa là động lực thúc đẩy sự phát triển của thị trường vừa là công cụ chính sách được chính phủ sử dụng để hỗ trợ và kích thích thị trường trong những giai đoạn tăng trưởng chậm.

### ***5.2 Hàm ý chính sách đối với Việt Nam***

Kết quả thực nghiệm từ nghiên cứu cho thấy cải cách chính sách là động lực cốt lõi thúc đẩy sự mở rộng của thị trường trái phiếu xanh. Điều này gợi ý rằng Việt Nam có thể kích thích tăng trưởng thị trường bằng cách ưu tiên hoàn thiện khung pháp lý đồng bộ và chuyên biệt cho các công cụ tài chính xanh. Hiện tại, dù đã có một số quy định nền tảng nhưng việc thiếu hụt các Tiêu chuẩn Trái phiếu Xanh cụ thể và tương thích với các chuẩn mực quốc tế vẫn đang là một rào cản đáng kể. Bằng cách cụ thể hóa các tiêu chuẩn này và điều chỉnh để hợp với điều kiện nước ta, Việt Nam sẽ tăng cường được tính minh bạch thông tin trên toàn thị trường. Những cải thiện về quy định này là cần thiết để giảm bớt sự rời rạc và xây dựng niềm tin cần thiết để các nhà đầu tư trong và ngoài nước sẵn sàng cam kết nguồn vốn dài hạn vào lĩnh vực xanh.

Bên cạnh đó nghiên cứu cũng làm nổi bật vai trò của hệ thống báo cáo và cơ chế giám sát bên ngoài đối với các dự án xanh. Hiện nay Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn đầu hình thành các quy định về báo cáo xanh và công bố thông tin dự án. Chính vì vậy việc thiết lập một hạ

tăng giám sát nghiêm ngặt hơn là vô cùng cấp thiết. Chính phủ nên hướng tới việc yêu cầu báo cáo định kỳ bắt buộc về việc sử dụng nguồn vốn từ phát hành trái phiếu xanh đồng thời cần có các chính sách khuyến khích sự tham gia của các tổ chức đánh giá độc lập để cung cấp dịch vụ xác nhận bên thứ hai.

Việt Nam đặt mục tiêu đạt phát thải ròng bằng "0" (Net-Zero) vào năm 2050 chính vì vậy đây cần được xem là một phần không thể tách rời trong chiến lược chuyển đổi xanh tổng thể của quốc gia. Cùng với đó nhu cầu vốn cho các dự án xanh tại Việt Nam là cực kỳ lớn, vì vậy việc phát triển thị trường trái phiếu xanh sẽ tạo ra kênh huy động nguồn vốn dài hạn quan trọng để hỗ trợ các dự án năng lượng tái tạo quy mô lớn và thúc đẩy quá trình chuyển dịch sang nền kinh tế carbon thấp.

## 6. Kết luận

Nghiên cứu chỉ ra khi ASEAN cải cách các khung pháp lý sẽ tạo các điều kiện vượt trội để thúc đẩy kinh tế vĩ mô trong ngắn hạn. Kết quả thực chứng cho thấy các quy định tập trung vào tính minh bạch như: Khung pháp lý phát hành (Issuance Framework), Hệ thống báo cáo (Reporting), và Giám định độc lập (Verification) có tác động tích cực mạnh mẽ nhất. Điều này củng cố Lý thuyết Tín hiệu và Lý thuyết Thẻ chế, minh chứng rằng niềm tin của nhà đầu tư được xây dựng dựa trên các tín hiệu chính sách rõ ràng nhằm giảm thiểu rủi ro "tẩy xanh". Một phát hiện quan trọng khác là giá trị rho cao (~95%), chỉ ra rằng sự phát triển thị trường phụ thuộc lớn vào đặc điểm cấu trúc và năng lực thể chế đặc thù của từng quốc gia. Ngoài ra, nghiên cứu còn ghi nhận cơ chế "phản ứng chính sách", khi các chính phủ có xu hướng đẩy mạnh cải cách ngay sau những giai đoạn thị trường tăng trưởng yếu để kích cầu và tái định hướng dòng vốn.

Dựa trên các kết quả này, ASEAN và Việt Nam cần phải nhanh chóng ưu tiên xây dựng khung pháp lý thống nhất, chuẩn hóa việc công bố thông tin và khuyến khích kiểm toán độc lập để gia tăng uy tín thị trường. Riêng với Việt Nam, việc sớm hoàn thiện Danh mục phân loại xanh và các cơ chế giám sát sẽ là "cú hích" cần thiết để thu hẹp khoảng trống tài chính, hỗ trợ lộ trình Net-Zero 2050.

## Tài liệu tham khảo

ACMF, A., 2018. ASEAN Green Bond Standard. ASEAN Capital Markets Forum.

Anh Tu, C., Sarker, T. and Rasoulinezhad, E., 2020. Factors influencing the green bond market expansion: evidence from a multi-dimensional analysis. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(6), p.126.

Climate Bonds Initiative (2023). *Global State of the Market 2023*. Available at: <https://www.climatebonds.net/files/documents/publications/Global-State-of-the-Market-Report-2023.pdf>.

Climate Bonds Initiative, 2021. *How to issue green bonds, social bonds and sustainability bonds*.

Dan, A. and Tiron-Tudor, A., 2021. The determinants of green bond issuance in the European Union. *Journal of risk and financial management*, 14(9), p.446.

Deschryver, P. and De Mariz, F., 2020. What future for the green bond market? How can policymakers, companies, and investors unlock the potential of the green bond market?. *Journal of risk and Financial Management*, 13(3), p.61.

Dong, W., Li, Y., Gao, P. and Sun, Y., 2023. Role of trade and green bond market in renewable energy deployment in Southeast Asia. *Renewable Energy*, 204, pp.313-319.

Dung, N.P. and Hanh, V.T., 2025. EU–ASEAN Green Bond Policies: A Legal Comparative Review and Their Implications for Sustainable Finance Development in ASEAN. *Prophetic Law Review*, pp.226-255.

Ehlers, T., & Packer, F. (2017). Green bond finance and certification. *BIS quarterly review* September.

El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y. and Mishra, D.R. (2011) Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), pp. 2388–2406.

Endri, E., Harahap, I.M. and Hindardjo, A., 2025. The Determinants of Green Bond Issuance in Indonesia: An Analysis of Sustainable Financial Instruments. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(12), p.672.

International Capital Market Association, 2025. *Green Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds Principles*.

Kapoor, A., Teo, E.-Q., Azhgaliyeva, D. and Liu, Y. (2020) The viability of green bonds as a financing mechanism for green buildings in ASEAN. ADBI Working Paper No. 1186. Tokyo: Asian Development Bank Institute.

Kapraun, J. and Scheins, C. (2019) Do investors care about sustainability? Evidence from green bond pricing. *Journal of Banking & Finance*, 107, 105631.

Le, H.M. and Vivian, A., 2025. Green bond market in Vietnam: barriers to corporate issuers, attractiveness to investors and potential growth. *Asian Journal of Economics and Banking*, 9(2), pp.162-188.

Levine, R. (2005) Finance and growth: Theory and evidence. In: Aghion, P. and Durlauf, S.N. (eds.) *Handbook of Economic Growth*. Amsterdam: Elsevier, pp. 865–934.

Lin, L. and Hong, Y., 2022. Developing a green bonds market: lessons from China. *European Business Organization Law Review*, 23(1), pp.143-185.

Liu, S., Qi, H. and Wan, Y., 2022. Driving factors behind the development of China's green bond market. *Journal of Cleaner Production*, 354, p.131705.

Ng, A.C. and Rezaee, Z. (2015) Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, pp. 128–149.

Nguyen, A.H., Hoang, T.G., Nguyen, D.T., Nguyen, L.Q.T. and Doan, D.T., 2022. The development of green bond in developing countries: insights from Southeast Asia market participants. *The European Journal of Development Research*, 35(1), p.196.

OECD, 2025. Regulatory frameworks and trends in the corporate bond market. OECD Business and Finance Policy Papers, (76).

OECD., 2017. *Mobilising bond markets for a low-carbon transition*. OECD Publications Centre.

Pelgrin, F., Schich, S., de Serres, A. and Wurzel, E. (2002) The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe. OECD Economics Department Working Papers No. 344. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD).

Tolliver, C., Keeley, A.R. and Managi, S., 2020. Drivers of green bond market growth: The importance of Nationally Determined Contributions to the Paris Agreement and implications for sustainability. *Journal of cleaner production*, 244, p.118643.