

ĐẠI HỌC QUỐC GIA THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ - LUẬT

NGUYỄN THỊ PHƯƠNG NHUNG

MỐI QUAN HỆ GIỮA TĂNG TRƯỞNG
KINH TẾ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG
KHOÁN TẠI VIỆT NAM

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Thành phố Hồ Chí Minh, năm 2016

ĐẠI HỌC QUỐC GIA THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ - LUẬT

NGUYỄN THỊ PHƯƠNG NHUNG

MỐI QUAN HỆ GIỮA TĂNG TRƯỞNG
KINH TẾ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG
KHOÁN TẠI VIỆT NAM

Chuyên ngành: Kinh tế học
Mã số chuyên ngành: 62.31.01.01

Phản biện 1. PGS.TS Ngô Hường
Phản biện 2. PGS.TS Nguyễn Hồng Nga
Phản biện 3. PGS.TS Hạ Thị Thiều Dao

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC
PGS.TS Nguyễn Văn Luân

Phản biện độc lập 1. PGS.TS Sử Đình Thành
Phản biện độc lập 2. TS Nguyễn Văn Thuận
Phản biện độc lập 3. PGS.TS Trần Phước

Thành phố Hồ Chí Minh, năm 2016

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan, đây là công trình nghiên cứu của riêng tôi. Các số liệu, kết quả được nêu trong luận án là chính xác và trung thực. Các nguồn dữ liệu trong luận án là trung thực và chưa từng được công bố trong bất kỳ luận án nào khác.

Tác giả luận án

MỤC LỤC

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT VÀ THUẬT NGỮ ANH VIỆT-----	i
DANH MỤC BẢNG-----	v
DANH MỤC SƠ ĐỒ, HÌNH VẼ-----	1
MỞ ĐẦU-----	1
1. TÍNH CẤP THIẾT CỦA ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU-----	1
2. MỤC TIÊU VÀ NHIỆM VỤ NGHIÊN CỨU-----	4
2.1. Mục tiêu nghiên cứu-----	4
2.2. Nhiệm vụ nghiên cứu-----	5
3. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU-----	6
3.1. Đối tượng nghiên cứu-----	6
3.2. Phạm vi nghiên cứu-----	6
3.2.1. Về nội dung-----	6
3.2.2. Về không gian-----	7
3.2.3. Về thời gian-----	7
4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU-----	7
5. NHỮNG ĐIỂM MỚI TRONG LUẬN ÁN-----	8
6. Ý NGHĨA KHOA HỌC VÀ THỰC TIỄN CỦA LUẬN ÁN-----	9
6.1. Về mặt lý luận-----	9
6.2. Về mặt thực tiễn-----	9
7. KẾT CẤU CỦA LUẬN ÁN-----	9
Chương 1. TỔNG QUAN VỀ TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU-----	13
1.1. TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI ---	13
1.1.1. Những công trình nghiên cứu ở nước ngoài-----	13
1.1.2. Những công trình nghiên cứu trong nước-----	20
1.1.3. Đánh giá chung về các công trình nghiên cứu có liên quan đến đề tài----	26
1.1.4. Những điểm kế thừa và hướng đi cho nghiên cứu của Tác giả-----	28
1.2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU-----	42
1.2.1. Câu hỏi nghiên cứu-----	43

1.2.2. Phương pháp nghiên cứu	44
1.2.3. Cách thu thập dữ liệu	62
TÓM TẮT CHƯƠNG 1.....	63
Chương 2. CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ MỐI QUAN HỆ GIỮA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	65
2.1. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ VAI TRÒ CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN ĐỐI VỚI TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ	65
2.1.1. Khái niệm thị trường chứng khoán.....	65
2.1.2. Các chỉ tiêu đo lường sự phát triển thị trường chứng khoán	68
2.1.3. Vai trò của thị trường chứng khoán đối với tăng trưởng kinh tế	71
2.1.4. Kinh nghiệm quản lý chứng khoán ở một số nước Châu Á	75
2.2. TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ VAI TRÒ CỦA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	81
2.2.1. Khái niệm về tăng trưởng kinh tế	81
2.2.2. Chỉ tiêu đo lường tăng trưởng	82
2.2.3. Các nhân tố của sự tăng trưởng kinh tế	83
2.2.4. Hiệu quả sử dụng các nguồn lực đầu vào	87
2.2.5. Lý thuyết nền về tăng trưởng kinh tế giải thích mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển thị trường chứng khoán	89
2.2.6. Vai trò của tăng trưởng kinh tế đối với thị trường chứng khoán.....	91
2.3 MỐI QUAN HỆ GIỮA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	94
TÓM TẮT CHƯƠNG 2.....	101
Chương 3. THỰC TRẠNG VÀ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VỀ MỐI QUAN HỆ GIỮA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....	105
3.1. THỰC TRẠNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ.....	105
3.1.1. Sự hình thành, hoạt động và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam.....	105
3.1.2. Thực trạng tăng trưởng kinh tế Việt Nam giai đoạn 1991-2013	

.....	128
3.2. KẾT QUẢ BẢNG KHẢO SÁT VÀ PHỎNG VẤN CHUYÊN GIA HOẠT ĐỘNG TRÊN TTCK VÀ KHẢO SÁT CÁC CÔNG TY PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN	
.....	139
3.2.1. Kết quả bảng khảo sát và phỏng vấn chuyên gia hoạt động trên TTCK	139
3.2.2. Kết quả khảo sát công ty phát hành chứng khoán	148
3.3. ĐÁNH GIÁ MỐI QUAN HỆ GIỮA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ SỰ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....	160
3.3.1. Đặc điểm của chuỗi dữ liệu thời gian	160
3.3.2. Tính dừng của chuỗi dữ liệu	163
3.3.3. Đồng liên kết bằng Kiểm định Johansen-Juselius	165
3.3.4. Mô hình vector hiệu chỉnh sai số (VECM).....	168
3.3.5. Kiểm định nhân quả Granger cho mô hình nghiên cứu.....	173
3.3.6. Tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK	174
3.3.7. Hàm phản ứng sung	177
3.3.8. Phân rã phương sai	178
TÓM TẮT CHƯƠNG 3.....	180
Chương 4. NHỮNG GIẢI PHÁP CƠ BẢN THÚC ĐẨY SỰ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN GẮN VỚI TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ TẠI VIỆT NAM.....	184
4.1. QUAN ĐIỂM VÀ MỤC TIÊU CỤ THỂ CỦA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM ĐẾN NĂM 2020.....	184
4.1.1. Quan điểm và mục tiêu cụ thể về tăng trưởng kinh tế Việt Nam đến năm 2020	184
4.1.2. Quan điểm và mục tiêu cụ thể về phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2020	186
4.2. CƠ SỞ CHO VIỆC ĐỀ XUẤT CÁC GIẢI PHÁP THÚC ĐẨY SỰ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN GẮN VỚI TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ	189
4.3. NHỮNG GIẢI PHÁP THÚC ĐẨY SỰ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN GẮN KẾT VỚI TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ TẠI VIỆT NAM.....	195

4.3.1. Nhóm giải pháp đối với cơ quan quản lý Nhà Nước	195
4.3.2. Nhóm giải pháp đến từ phía cung.....	205
4.3.3. Nhóm Giải pháp đến từ phía cầu (đối với các Nhà Đầu Tư).....	208
4.4. NHỮNG HẠN CHẾ CỦA LUẬN ÁN VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TRONG TƯƠNG LAI	210
4.4.1. Những điểm hạn chế của luận án.....	210
4.4.2. Hướng nghiên cứu cho tương lai	211
TÓM TẮT CHƯƠNG 4.....	211
KẾT LUẬN.....	215
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ CÓ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN	
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	
PHỤ LỤC	

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT VÀ THUẬT NGỮ ANH- VIỆT

Chữ viết tắt	Nội dung
ASEAN	: Hiệp Hội Các Quốc Gia Đông Nam Á (The Association of Southeast Asian Nations)
AGF	: Công ty Cổ phần xuất nhập khẩu Thủy sản An Giang
ANN	: Mô hình mạng thần kinh nhân tạo (Artificial neural network)
BVH	: Tập Đoàn Bảo Việt
CTCK	: Công ty chứng khoán
CTCP	: Công ty cổ phần
CPI	: Chỉ số giá tiêu dùng (Consumer price index)
CPH	: Cổ phần hóa
DNNN	: Doanh nghiệp Nhà Nước
DN	: Doanh nghiệp
DPM	: Tổng Công Ty Phân Bón và Hóa Chất Dầu Khí
ETF	: Exchange Traded Fund (Quỹ Hoán Đổi Danh Mục)
ECM	: Mô hình hiệu chỉnh sai số (Error Correction Model)
FPT	: Công Ty Cổ Phần FPT
FDI	: Foreign Direct Investment (Đầu tư trực tiếp nước ngoài)
FII	: Foreign Indirect Investment (Đầu tư gián tiếp nước ngoài)
GMD	: Công ty Cổ Phần Đại Lý Liên Hiệp Vận Chuyển
GDP	: Tổng sản phẩm quốc nội (Gross Domestic Product)
GAS	: Tổng Công Ty Khí Việt Nam
Granger	: Kiểm định nhân quả Granger

**Causality
test**

HOSE hoặc HSX	: Ho Chi Minh Stock Exchange (Sở giao dịch chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh)
HNX	: Ha Noi Stock Exchange (Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội)
HAP	: Công ty Cổ phần Tập Đoàn Hapaco
HAG	: Công Ty Cổ Phần Hoàng Anh Gia Lai
IPO	: Initial Public Offering (Phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng)
ICOR	: Hệ số gia tăng vốn- sản lượng (Incremental capital output ratio)
IOSCO	: Tổ chức quốc tế các Ủy ban chứng khoán
KDC	: Công ty Cổ phần Kinh Đô
MSN	: Công Ty Cổ Phần Tập Đoàn Masan
MM0U	: Biên bản ghi nhớ đa phương
M2	: Nguồn cung tiền loại M2 (Money supply)
NĐT	: Nhà Đầu tư
NHNN	: Ngân hàng Nhà Nước
NIC	: Nước công nghiệp mới (Newly Industrialized Country)
OTC	: Thị trường chứng khoán phi tập trung (Over the counter)
ODA	: Hỗ trợ phát triển chính thức (Official Development Assistance)
PPC	: Công Ty Cổ Phần Nhiệt Điện Phả Lại
PVD	: Công Ty Cổ Phần Khoan và Dịch Vụ Khoan Dầu Khí
PPF	: Đường giới hạn khả năng sản xuất (Production Possibilities Frontier)
PCI	: Thu nhập bình quân đầu người (Per Capita Income)

Panel data	: Dữ liệu bảng
QĐT	: Quỹ Đầu Tư
REE	: Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh
SET	: Stock Exchange of Thailand (Sở Giao Dịch Chứng Khoán Thái Lan)
SEC	: Ủy ban giao dịch chứng khoán (Securities and Exchange Commission)
SAM	: Công ty Cổ phần Cấp vật liệu viễn thông
SGDCK	: Sở Giao Dịch Chứng khoán
SGX	: Singapore Stock Exchange (Sở Giao Dịch Chứng Khoán Singapore)
SSI	: Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Sài Gòn
STB	: Ngân Hàng Thương Mại Cổ Phần Sài Gòn Thương Tín
SGDCK	: Sở Giao Dịch Chứng khoán
TMS	: Công ty Cổ Phần Transimex-Sài Gòn
TSE	: Taiwan stock exchange (Sở Giao Dịch Chứng Khoán Đài Loan)
TNHH	: Trách nhiệm hữu hạn
TTLKCK	: Trung tâm lưu ký chứng khoán
TPCP	: Trái Phiếu Chính Phủ
TPCP BL	: Trái Phiếu Chính Phủ Bảo Lãnh
TTCK	: Thị trường chứng khoán
TTTP	: Thị trường trái phiếu
TPHCM	: Thành Phố Hồ Chí Minh
TT	: Thị trường

TFP	: Năng suất nhân tố tổng hợp (Total factor productivity)
TPCQDP	: Trái phiếu chính quyền địa phương
TW	: Trung Ương
UBCKNN	: Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước
UPCOM	: Unlisted Public company market (Thị trường giao dịch chứng khoán của công ty chưa niêm yết)
UBCK ISOCO	: Tổ Chức Quốc Tế các Ủy Ban Chứng Khoán được quốc tế công nhận
VCB	: Ngân Hàng Thương Mại Cổ Phần Ngoại Thương Việt Nam
VNM	: Công Ty Cổ Phần Sữa Việt Nam
VSH	: Công Ty Cổ Phần Thủy Điện Vĩnh Sơn-Sông Hình
VIC	: Tập Đoàn VINGROUP
VECM	: Mô hình Vectơ hiệu chỉnh sai số (Vector Error Correction Model)
VN-Index	: Chỉ số giá chứng khoán TTCK TP.HCM (Viet nam Index)
VAR	: Mô hình tự hồi qui vectơ (Vector Autoregression)
World Bank Indicators	: Những chỉ số của Ngân hàng thế giới

DANH MỤC BẢNG

Bảng 1.1. Dấu kỳ vọng của các biến.....	37
Bảng 1.2. Bảng hướng dẫn phỏng vấn.....	46
Bảng 1.3. Các trường hợp xảy ra khi sử dụng kiểm định nhân quả Granger.....	60
Bảng 2.1. Một số thông tin TTCK của một số quốc gia Châu Á năm 2012.....	80
Bảng 2.2. Cách xác định tốc độ tăng trưởng kinh tế.....	83
Bảng 3.1. Kết quả đấu thầu các loại trái phiếu năm 2012-2014	109
Bảng 3.2. Khối lượng và giá trị giao dịch cổ phiếu ở sàn HOSE năm 2011-2012	111
Bảng 3.3. Khối lượng và giá trị giao dịch chứng chỉ quỹ ở HOSE năm 2011-2012	111
Bảng 3.4. Khối lượng và giá trị giao dịch trái phiếu ở HOSE	111
Bảng 3.5. Quy mô giao dịch tất cả các loại chứng khoán của NĐT nước ngoài ở HOSE	112
Bảng 3.6. Quy mô giao dịch NĐT nước ngoài tại HNX (Đơn vị: nghìn đồng)	113
Bảng 3.7. Vốn hóa thị trường của một số nước ASEAN từ năm 2007-2012 (Đvt: triệu đô la Mỹ).....	114
Bảng 3.8. Giá trị giao dịch cổ phiếu (Đvt: triệu đô la Mỹ).....	114
Bảng 3.9. Tốc độ luân chuyển cổ phiếu của một số nước ASEAN (Đvt: %).....	115
Bảng 3.10. Số lượng các công ty niêm yết trên TTCK của một số nước ASEAN (Đvt: công ty)	115
Bảng 3.11. Vốn hoá thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2006-2013 (Đvt: tỷ đồng)	119
Bảng 3.12. Tiến độ cổ phần hóa DNNN (doanh nghiệp).....	119
Bảng 3.13. Một số chỉ tiêu đo kích cỡ và độ năng động của TTCK Việt Nam.....	121
Bảng 3.14. Qui mô thị trường trái phiếu năm 2006-2013.....	124
Bảng 3.15. Qui mô số lượng công ty niêm yết của TTCK Việt Nam giai đoạn 2006-2013.....	126
Bảng 3.16. Tốc độ tăng trưởng kinh tế Việt Nam tổng số và phân theo nhóm ngành...	130

Bảng 3.17. GDP giá so sánh phân theo nhóm ngành Nông nghiệp - Lâm nghiệp -Thủy sản (Đvt: tỷ đồng)	132
Bảng 3.18. GDP giá so sánh phân theo nhóm ngành CN-XD (Đvt: tỷ đồng)	133
Bảng 3.19. GDP giá so sánh phân theo các ngành trong nhóm ngành dịch vụ (Đvt: tỷ đồng)	136
Bảng 3.20. Tỷ lệ nghề nghiệp của các chuyên gia.....	139
Bảng 3.21. Kết quả khảo sát về mối quan hệ sự phát triển TTCK và phát triển kinh tế	141
Bảng 3.22. Tỷ lệ nghề nghiệp những người khảo sát của công ty phát hành chứng khoán.....	148
Bảng 3.23. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu trong giai đoạn từ quý I năm 2004-quý IV năm 2013	160
Bảng 3.24. Kiểm định tính dừng ADF và Phillips – Perron	163
Bảng 3.25. Xác định độ trễ của mô hình dựa vào mô hình VAR	166
Bảng 3.26. Kiểm định đồng liên kết Johansen-Juselius.....	167
Bảng 3.27. Phương trình đồng liên kết	168
Bảng 3.28. Kết quả chạy mô hình VECM	170
Bảng 3.29. Hệ số điều chỉnh sai số ECT (Error Correction Term) của mô hình	172
Bảng 3.30. Kiểm định nhân quả Granger dựa vào mô hình VECM.....	173
Bảng 3.31. Kiểm định nhân quả Granger giữa STOCKDEV và ECOGROWTH.....	175
Bảng 3.32. Kiểm định nhân quả Granger giữa MACAP và ECOGROWTH.....	176
Bảng 3.33. Kiểm định nhân quả Granger giữa TRADEVA và ECOGROWTH	176
Bảng 3.34. Kiểm định nhân quả Granger giữa TRADEMA và ECOGROWTH	176
Bảng 3.35. Phân rã phương sai của ECOGROWTH	178
Bảng 3.36. Phân rã phương sai của sự phát triển TTCK	179
Bảng phụ lục 1. Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến của các biến giải thích	
Bảng phụ lục 2. Kiểm định hiện tượng tự tương quan	
Bảng phụ lục 3. Kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi	
Bảng phụ lục 4. Kiểm định phân phối chuẩn của phần dư	
Bảng phụ lục 5.1. Phương trình đồng liên kết	
Bảng phụ lục 5.2. Kết quả chạy mô hình VECM	

Bảng phụ lục 6. Kiểm định nhân quả Granger

Bảng phụ lục 8.1. Hàm phản ứng của ECOGROWTH

Bảng phụ lục 8.2. Hàm phản ứng của STOCKDEV

Bảng phụ lục 8.3. Hàm phản ứng của INVGDP

Bảng phụ lục 8.4. Hàm phản ứng của MOSUPPLY

Bảng phụ lục 8.5. Hàm phản ứng của CPI

Bảng phụ lục 9.1. Phân rã phương sai của ECOGROWTH

Bảng phụ lục 9.2. Phân rã phương sai của STOCKDEV

Bảng phụ lục 9.3. Phân rã phương sai của INVGDP

Bảng phụ lục 9.4. Phân rã phương sai của MOSUPPLY

Bảng phụ lục 9.5. Phân rã phương sai của CPI

Bảng phụ lục 10. Kiểm định đồng liên kết

Bảng phụ lục 11. Câu hỏi phỏng vấn theo thang đo 5 mức độ

Bảng phụ lục 15. Bảng trích dẫn ý kiến của các chuyên gia

Bảng phụ lục 16. Dữ liệu được sử dụng trong luận án

Bảng phụ lục 17: Bảng tóm tắt những công trình nghiên cứu ở nước ngoài và trong nước

DANH MỤC SƠ ĐỒ, HÌNH VẼ

Hình 1.1. Mô hình quan hệ giữa TTCK, TT tài chính và tốc độ phát triển	14
Hình 1.2. Mô hình thể hiện mối quan hệ giữa hệ thống tài chính và tăng trưởng kinh tế theo nghiên cứu của Trần Thị Quế Giang	21
Hình 1.3. Mô hình nghiên cứu về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK của tác giả.....	35
Hình 1.4. Sơ đồ các bước thực hiện nghiên cứu	43
Hình 2.1. Mô hình thị trường chứng khoán thứ cấp	67
Hình 3.1. Điểm HNX Index và VN Index trong giao đoạn 10 năm từ năm 2005 đến tháng 4/2014	107
Hình 3.2. Biểu đồ vốn hoá thị trường/GDP của Việt Nam từ năm 2000-2013	118
Hình 3.3. Biểu đồ về quy mô khối lượng niêm yết của TTCK Việt Nam giao đoạn 2006-2013 (Đvt: cổ phiếu)	120
Hình 3.4. Biểu đồ giá trị vốn hoá thị trường của TTCK Việt Nam giao đoạn 2006-2013 (Đvt: tỷ đồng)	122
Hình 3.5. Tốc độ tăng GDP do nhóm ngành nông lâm nghiệp và thủy sản tạo ra (%) .	131
Hình 3.6. Tăng trưởng GDP do công nghiệp–xây dựng tạo ra (%).....	134
Hình 3.7. Tỷ trọng công nghiệp–xây dựng trong GDP (%).....	134
Hình 3.8. Các hình thức huy động vốn của các công ty phát hành	149
Hình 3.9: Đồ thị thể hiện biến số tăng trưởng kinh tế (ECOGROWTH) từ quý 1 năm 2004 đến quý 4 năm 2013	161
Hình 3.10: Đồ thị thể hiện biến số sự phát triển TTCK (STOCKDEV), biến vốn hóa thị trường trên GDP (MACAP), biến đo tính thanh khoản thị trường (TRADEVA) từ quý 1 năm 2004 đến quý 4 năm 2013.....	162
Hình 3.11: Đồ thị thể hiện các biến nghiên cứu dừng ở sai phân bậc 1	165
Hình 3.12. Hàm phản ứng của ECOGROWTH trước cú sốc của STOCKDEV	177
Hình 3.13. Hàm phản ứng của sự phát triển TTCK đối với cú sốc của ECOGROWTH.	177
Hình phụ lục 7. Hàm phản ứng sung.	

MỞ ĐẦU

1. TÍNH CẤP THIẾT CỦA ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU

Kể từ những năm đầu của thập niên 90 đã có hàng loạt những nhà nghiên cứu mở đường cho việc xem xét mối quan hệ mơ hồ giữa sự tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của thị trường chứng khoán (TTCK). Những nhà tiên bối mở đường cho các nghiên cứu này là Bencivenga và Smith (1991) [56], King và Levine (1993) [92], Andriy Gamolya (1996) [48], Demirgiic-Kunt và Levine (1995) [65], Levine và Zervos (1996) [98], Levine và cộng sự (1998) [99], Rousseau và Wachtel(2001) [121], Beck và Levine (2002) [55], Adjasi (2009) [46], Rousseau và Xiao (2007) [121], Seetanah (2008) [131]. Trong đó phần lớn các nghiên cứu này đều khẳng định vai trò có ý nghĩa của TTCK đối với tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra, cũng tồn tại một vài nghiên cứu cho rằng không có mối quan hệ trong tăng trưởng kinh tế và TTCK cả về nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm, đó là nghiên cứu của Bencivenga và Smith (1991) [56], Demircuc-Kunt và Levine (1995) [65], Adjasi (2009) [46].

Mặc dù còn rất nhiều nghi vấn liên quan đến đề tài này song có rất nhiều nhà nghiên cứu khẳng định mối quan hệ tích cực, quan hệ nhân quả giữa hai biến số quan trọng này, đó là các nghiên cứu của Andriy Gamolya (1996) [48], Levine và cộng sự (1998)[99]... Bởi vì các nghiên cứu lý thuyết còn khá mập mờ và chưa chắc chắn về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK, trong khi các nghiên cứu định lượng thì không nhiều. Các nghiên cứu dành phần lớn ở nhóm các nước đặc biệt là các quốc gia đã phát triển, sử dụng dữ liệu xuyên quốc gia để so sánh các nhóm nước với nhau về mối quan hệ này, ít có nghiên cứu về một quốc gia cụ thể. Các nghiên cứu thực nghiệm trước đây cũng có một số điểm hạn chế như việc sử dụng hồi qui bội để nghiên cứu vấn đề liệu TTCK có quan trọng đóng góp cho tăng trưởng kinh tế trong dài hạn (đó là nghiên cứu của Levine và Zervos (1996) [98]; Harris (1997) [80]; Atje và Jovanovic,1993) [50]. Levine và Zervos, (1996) cho rằng “*các nghiên cứu có vấn đề về công cụ, phương pháp thống kê, khung lý thuyết*” [98, trang 325].

Như vậy với phương pháp hồi qui nghiên cứu xuyên quốc gia không thể trả lời cho câu hỏi *“Liệu sự phát triển TTCK có gây nên sự thay đổi trong dài hạn cho tăng trưởng kinh tế dài hạn của một quốc gia? và phương pháp hồi qui khó khăn trong giải quyết bài toán về mối quan hệ nhân quả”* [98, trang 327]. Levine và Zervos cũng đề xuất các nhà phân tích nên sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian và các mô hình cao cấp hơn để đo lường mối quan hệ giữa sự phát triển TTCK và tăng trưởng kinh tế. Trên cơ sở đó, tác giả đề xuất hướng nghiên cứu ở một quốc gia cụ thể.

Việt nam nằm trong nhóm nước các quốc gia đang phát triển. Có thể nói TTCK là một kênh huy động vốn đóng vai trò rất quan trọng trong nền kinh tế thị trường, tạo điều kiện cho Nhà nước, doanh nghiệp và các cá nhân có khả năng huy động nguồn vốn với chi phí hợp lý và giá trị lớn để phục vụ cho mục đích phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh.

Việt Nam được xem là một nền kinh tế mới nổi ở khu vực Đông Nam Á, nơi có tốc độ phát triển kinh tế nhanh. Tốc độ phát triển đạt được khoảng 6,95% từ năm 2000-2012. Đồng thời đầu tư trực tiếp nước ngoài, tiết kiệm nội địa không ngừng gia tăng đã và đang đóng góp một phần không nhỏ vào sự phát triển của nền kinh tế nói chung [26, trang 11].

Việt Nam mở cửa thị trường chứng khoán vào ngày 28/07/2000, ban đầu chỉ có 5 công ty niêm yết với giá trị vốn hóa trên GDP khá nhỏ. Cho đến tháng 7 năm 2013 đã có khoảng 715 số lượng các công ty niêm yết ở hai sàn chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội, giá trị vốn hoá là 685.136 tỷ đồng, chiếm khoảng 26% GDP [172]. Số lượng công ty niêm yết gia tăng đã đóng góp cho việc huy động vốn, đa dạng hoá danh mục cho các nhà đầu tư. Đây cũng là giai đoạn đánh dấu sự thành công của công ty niêm yết thực hiện phát hành thêm cổ phiếu như phát hành cho cổ đông hiện hữu, cho cán bộ nhân viên, nhà đầu tư chiến lược... mang lại nguồn vốn cho việc mở rộng sản xuất kinh doanh, phục vụ cho kế hoạch đầu tư và cung cấp thêm hàng hoá cho TTCK. Trong đó có nhiều công ty có vốn lớn và hoạt động hiệu quả như Đạm Phú Mỹ, tập đoàn Hoà Phát, Chứng khoán SSI, Cao Su Đồng Phú, Vinamilk....[137]

Tuy nhiên theo nhận định của một số nhà nghiên cứu vẫn cho rằng sự tăng trưởng của TTCK Việt Nam như một làn sóng lớn, được mong đợi để phát triển ổn định

nhưng cần sự điều chỉnh kịp thời để tránh sụp đổ. Hầu hết những nhà đầu tư nước ngoài đều khẳng định rằng đặc điểm chính của TTCK Việt Nam là “*nóng nhanh, lạnh nhanh*” [32, trang 12], làm cho nhà đầu tư thận trọng khi đầu tư vào thị trường đầy tiềm năng này, thậm chí khi Việt Nam đã cho phép thành lập những công ty với 100% vốn của nước ngoài hoặc khi cổ phần hóa DNNN, NĐT nước ngoài có thể mua tới 49% cổ phần.

Nghiên cứu này nhằm mục đích để hiểu rõ thêm mối quan hệ tác động qua lại giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của thị trường chứng khoán nói chung đồng thời làm rõ thêm một số nghiên cứu chuyên sâu về thị trường chứng khoán, đặt trong mối quan hệ giữa các yếu tố vĩ mô của nền kinh tế và các biến số trên TTCK Việt Nam.

Nghiên cứu này hi vọng có tầm quan trọng nhất định đối với cả nhà nghiên cứu kinh tế-tài chính, NĐT và nhà hoạch định chính sách. Đối với nhà nghiên cứu kinh tế-tài chính có thể mở rộng mô hình các nhân tố cấu thành tăng trưởng kinh tế của một quốc gia thông qua xem xét vai trò của TTCK đối với tăng trưởng. Đối với NĐT khi tham gia trên thị trường họ thường quan tâm đến những nhân tố có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, dự báo và nghiên cứu các biến số vĩ mô quan trọng sử dụng nó như một sự tham chiếu để quản lý tốt danh mục đầu tư, ra các quyết định đầu tư nhằm gia tăng lợi nhuận và giảm thiểu rủi ro. Đối với nhà hoạch định chính sách và quản lý thị trường, vì tầm quan trọng của việc phát triển TTCK có thể điều chỉnh các nhân tố vĩ mô thích hợp nhằm hỗ trợ phát triển, dễ dàng lưu thông cho các doanh nghiệp cần vốn và sử dụng thị trường như công cụ quan trọng để phát triển kinh tế và chính trị của quốc gia. Qua đó thật là cần thiết và quan trọng khi phải xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến nó nhằm có sự định hướng tốt ngay từ đầu. Hiện các nghiên cứu về hai biến số quan trọng này được thực hiện chủ yếu ở nước ngoài và sử dụng dữ liệu xuyên quốc gia. Các nghiên cứu trong nước chỉ dừng lại ở việc nghiên cứu các nhân tố vĩ mô như chỉ số sản xuất công nghiệp, lạm phát, tỷ giá, lãi suất, cung tiền và giá dầu trong xu hướng dự báo hơn là tìm hiểu mối quan hệ nhân quả và phân tích thị trường ở khía cạnh chưa sâu sắc về tốc độ luân chuyển, tính thanh khoản, mức độ đóng góp vốn hoá của các hãng dẫn đầu thị trường, tỷ lệ vốn hoá trên GDP. Ngoài ra, tác giả rất yêu thích và muốn nghiên cứu chuyên sâu vào lĩnh vực này cũng như tác động của nó đến

cục diện xây dựng kinh tế nói chung và qua đó mạnh dạn đề xuất những ý tưởng trong việc sắp xếp và điều tiết thị TTCK của UBCKNN và các Sở giao dịch hoạt động để điều chỉnh hoạt động đồng bộ của toàn bộ TTCK sao cho phục vụ tốt nhất cho hoạt động của các chủ thể tham gia thị trường nhất là những nhà đầu tư nhỏ lẻ để thúc đẩy kinh tế phát triển và để thị trường chứng khoán luôn là một kênh huy động vốn có hiệu quả của nền kinh tế Việt Nam. Vì vậy tác giả lựa chọn đề tài luận án nghiên cứu có tên: **“Mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán tại Việt Nam”**. TTCK được đo lường thông qua sự phát triển được thể hiện trong kích cỡ, tính thanh khoản và độ năng động của thị trường. Trong sự kỳ vọng của mình, tác giả hi vọng luận án có ý nghĩa cả về mặt lý luận và thực tiễn trong chiến lược phát triển kinh tế-xã hội ở Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu từ năm 2000 đến năm 2013. Bên cạnh đó, đề tài còn là cơ hội để tác giả được nghiên cứu và học tập nghiên cứu sinh tại Trường Đại Học Kinh Tế-Luật, Đại học Quốc Gia Thành Phố Hồ Chí Minh. Một trong những cơ hội để tác giả có thể học hỏi từ các giáo sư và các Nhà Khoa học tại cơ sở đào tạo có uy tín về kinh tế, tài chính và ngân hàng để khởi động cho quá trình nghiên cứu lâu dài của tác giả sau này.

Trong sự kì vọng của mình, tác giả luôn muốn đề tài sẽ được hoàn thành tốt để có thể trở thành nguồn tài liệu tham khảo quý giá cho những người nghiên cứu sau. Để đánh giá trình độ phát triển kinh tế của bất cứ quốc gia nào, chúng ta phải đánh giá cả sự phát triển của thị trường tài chính đặc biệt là sự phát triển của kênh huy động vốn lớn nhất từ TTCK nói riêng. Kết quả đã được lượng hoá hi vọng không chỉ là nguồn tham khảo cho những nhà hoạch định chính sách, những nhà đầu tư mà còn cho những học giả yêu thích nghiên cứu vào lĩnh vực chứng khoán.

2. MỤC TIÊU VÀ NHIỆM VỤ NGHIÊN CỨU

2.1. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu tổng quát của luận án làm rõ cơ sở lý luận và thực tiễn về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK Việt Nam trong những năm qua. Từ đó đề xuất các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động TTCK gắn với tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong thời gian tới. Nhằm định hướng dựa vào các mục tiêu trên, luận án có bốn mục tiêu nghiên cứu cụ thể như sau:

Thứ nhất, luận án đi tìm mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK Việt Nam, tác động nhân quả sẽ diễn ra theo một chiều, hai chiều hay không có mối quan hệ nhân quả. Đồng thời, luận án xem xét các yếu tố nào ảnh hưởng đến mối quan hệ này. Mối quan hệ trong ngắn hạn và dài hạn được đánh giá thông qua mô hình vectơ hiệu chỉnh sai số VECM, kiểm định nhân quả Granger và bằng phương pháp định tính thông qua khảo sát, phỏng vấn sâu những đối tượng có liên quan trên TTCK Việt Nam.

Thứ hai, luận án đánh giá mức độ đóng góp và tác động của các yếu tố đặc biệt các yếu tố thể hiện sự phát triển TTCK thông qua đánh giá kích cỡ thị trường được thể hiện qua tỷ lệ vốn hoá/GDP, tính thanh khoản được đo bằng tổng giá trị giao dịch trên GDP và các biến vĩ mô được chọn sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế ở mức độ nào. Bên cạnh yếu tố cấu thành nên sự phát triển TTCK ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế, còn có các yếu tố vĩ mô của nền kinh tế.

Thứ ba, luận án cũng tiến hành phân tích và đánh giá sự hình thành, hoạt động và phát triển TTCK Việt Nam, đánh giá hiệu quả tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong thời gian qua dựa trên số liệu thứ cấp sẵn có để hiểu thêm về thực trạng tăng trưởng kinh tế, sự phát triển TTCK và các biến vĩ mô có liên quan. Mức độ đóng góp của các yếu tố được xác định qua hàm phản ứng sung và phân rã phương sai.

Thứ tư, luận án đưa ra các giải pháp thúc đẩy sự phát triển thị trường chứng khoán gắn với tăng trưởng kinh tế Việt Nam đến năm 2020. Các cơ sở để đưa ra giải pháp bao gồm việc xác định quan điểm, mục tiêu tăng trưởng kinh tế và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam đến năm 2020 của Đảng và Nhà nước, dựa vào ý kiến phỏng vấn chuyên gia, bảng khảo sát những đối tượng đang hoạt động trên thị trường và công ty phát hành chứng khoán, từ kết quả phân tích định lượng, và thực trạng phát triển TTCK và tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong thời gian qua.

2.2. Nhiệm vụ nghiên cứu

Để thực hiện mục tiêu trên, nhiệm vụ của đề tài cần tập trung giải quyết những vấn đề sau:

- Trình bày một cách có hệ thống cơ sở lý luận và thực tiễn về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán trong nền kinh tế quốc dân.

- Phân tích và đánh giá một cách tương đối toàn diện và có hệ thống thực trạng tăng trưởng kinh tế và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam trong thời gian qua.
- Đánh giá được mối quan hệ và gắn kết giữa tăng trưởng kinh tế và hoạt động của thị trường chứng khoán ở Việt Nam giai đoạn nghiên cứu từ năm 2000-2013.
- Đề xuất được hệ thống các nhóm giải pháp thúc đẩy sự phát triển thị trường chứng khoán gắn kết với tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam đến năm 2020.

3. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU

3.1. Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của đề tài là tăng trưởng kinh tế của Việt Nam, sự hình thành hoạt động và phát triển của thị trường chứng khoán ở Việt Nam giai đoạn 2000-2013, mối quan hệ và sự gắn kết giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam. Đề xuất các giải pháp cơ bản thúc đẩy sự phát triển thị trường chứng khoán gắn kết với tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam trong tiến trình phát triển kinh tế đến năm 2020.

3.2. Phạm vi nghiên cứu

3.2.1. Về nội dung

Luận án tập trung nghiên cứu về tăng trưởng kinh tế, sự hình thành, hoạt động và phát triển của thị trường chứng khoán ở Việt Nam. Chứng khoán bao gồm nhiều hàng hóa như cổ phiếu, trái phiếu, giấy tờ có giá, chứng khoán phái sinh...Hiện tại, đối với TTCK Việt Nam chưa triển khai chứng khoán phái sinh, thị trường trái phiếu còn rất nhỏ và tính thanh khoản thấp. Trong khi đó, cổ phiếu chiếm đa số hoạt động và giao dịch của toàn thị trường nên luận án tập trung vào thị trường cổ phiếu để thể hiện chính cho nghiên cứu các biến số thể hiện sự phát triển TTCK Việt Nam. Ngoài ra, luận án đánh giá những thành tựu đạt được, những hạn chế yếu kém của tăng trưởng kinh tế và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam trong giai đoạn 2000-2013; đánh giá mối quan hệ trực tiếp và gián tiếp giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán ở Việt Nam trong thời gian qua. Đề xuất các giải pháp thúc đẩy sự phát triển thị trường chứng khoán gắn kết với tăng trưởng kinh tế trong tiến trình phát triển kinh tế-xã hội ở Việt Nam đến năm 2020.

3.2.2. Về không gian

Nghiên cứu tăng trưởng kinh tế và sự hình thành, phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam. Mỗi quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

3.2.3. Về thời gian

Đề tài nghiên cứu tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán, mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán từ năm 2000 đến năm 2013 và đề xuất các giải pháp thúc đẩy sự phát triển thị trường chứng khoán gắn kết với tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam đến năm 2020.

4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Luận án sử dụng hai phương pháp chủ đạo bao gồm phương pháp nghiên cứu định lượng và định tính ngoài các phương pháp phụ khác là phương pháp phân tích và tổng hợp, đối chiếu và so sánh.

Thứ nhất, về phương pháp nghiên cứu định lượng, tác giả sử dụng mô hình vector hiệu chỉnh sai số VECM nhằm lượng hoá mối quan hệ nhân quả giữa sự phát triển của thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế. Trước tiên, tác giả kiểm tra các hiện tượng đa cộng tuyến, tự tương quan, phương sai thay đổi và phân phối chuẩn để đảm bảo các yêu cầu đầu vào cho mô hình kinh tế lượng. Sau đó kiểm tra tính dừng, đồng liên kết của các biến trong mô hình cho chuỗi dữ liệu thời gian, chạy mô hình VECM do đặc trưng các biến đồng liên kết có mối quan hệ trong dài hạn. Sau đó kiểm định nhân quả Granger, chạy phân rã phương sai và xem hàm phản ứng sung để xem xét mức độ tác động của các biến số trong mô hình.

Thứ hai, về phương pháp nghiên cứu định tính, tác giả sử dụng các phương pháp bao gồm phỏng vấn sâu các chuyên gia và thực hiện khảo sát nhóm các nhà quản lý bao gồm những nhà quản lý của các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư, Sở Giao Dịch Chứng Khoán Hà Nội và TP.HCM, ngân hàng đầu tư, công ty tài chính... Tổng cộng đã thực hiện 20 cuộc có thảo luận. Kết quả 200 bảng khảo sát đã thực hiện nhưng kết quả nhận được là 174 bảng câu trả lời. Nhằm củng cố thêm các đánh giá trong luận án với vai trò quan trọng trong đa dạng hoá đối tượng khảo sát, luận án đã thực hiện khảo sát tại 40 công ty phát hành cổ phiếu, trái phiếu với đối

tượng cụ thể là giám đốc công ty, các vị trí quản lý tại công ty, kế toán trưởng hay giám đốc tài chính. Nội dung khảo sát chủ yếu của phương pháp nghiên cứu định tính về mối quan hệ giữa sự phát triển TTCK với tăng trưởng kinh tế, đánh giá thực trạng hoạt động của TTCK Việt Nam hiện nay, nội dung cần ưu tiên tái cấu trúc TTCK trong thời gian tới cũng như mong muốn lắng nghe ý kiến của các chuyên gia, những người hằng ngày làm các công việc của họ gắn với TTCK, xuất phát từ thực trạng hoạt động trong thực tế của họ nhằm đưa ra các giải pháp phát triển TTCK ổn định trong thời gian tới đóng góp có ý nghĩa cho tăng trưởng và phát triển kinh tế tại Việt Nam.

5. NHỮNG ĐIỂM MỚI TRONG LUẬN ÁN

Luận án tổng hợp rất nhiều tài liệu có liên quan đến nghiên cứu và khái quát một cách có hệ thống nền tảng lý thuyết bao gồm các quan điểm, phương pháp tiếp cận trong phân tích mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK đặc biệt luận án đã bổ sung về cơ sở lý luận và xây dựng chỉ số phát triển TTCK cần đo theo kích cỡ thị trường và tính thanh khoản cho TTCK Việt Nam. Như vậy, luận án có những đóng góp mới về lý luận và thực tiễn ở các khía cạnh như sau:

Thứ nhất, lượng hoá mối quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của thị trường chứng khoán trong nền kinh tế thông qua hệ thống những biến được chọn trong mô hình vector hiệu chỉnh sai số VECM và kiểm định nhân quả Granger.

Thứ hai, phân tích và đánh giá mối quan hệ trực tiếp và gián tiếp giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán ở Việt Nam. Đánh giá được thực trạng của tăng trưởng kinh tế và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam trong giai đoạn 2000-2013.

Thứ ba, đề xuất hệ thống các giải pháp thúc đẩy sự phát triển thị trường chứng khoán gắn kết với tăng trưởng kinh tế trong tiến trình phát triển kinh tế- xã hội ở Việt Nam đến năm 2020.

6. Ý NGHĨA KHOA HỌC VÀ THỰC TIỄN CỦA LUẬN ÁN

6.1. Về mặt lý luận

Luận án trình bày một cách hệ thống những lý thuyết về tăng trưởng kinh tế, sự hình thành và phát triển thị trường chứng khoán trong nền kinh tế thị trường, mối quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán.

Luận án bổ sung cơ sở, phương pháp luận, tiếp cận đo lường và đánh giá mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán thông qua việc lượng hoá các yếu tố đóng góp vào tăng trưởng kinh tế và các yếu tố hoạt động của thị trường chứng khoán.

Trên cơ sở hệ thống hoá các lý thuyết về tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán, sử dụng các phương pháp định lượng có sẵn để kiểm định lại mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK trong điều kiện thực tế ở Việt Nam.

6.2. Về mặt thực tiễn

Luận án mong muốn được trình bày bức tranh toàn cảnh về tăng trưởng kinh tế của Việt Nam, đánh giá lại sự hình thành, hoạt động và phát triển của thị trường chứng khoán ở Việt Nam. Qua đó, phân tích và đánh giá những thành tựu đã đạt được trong tăng trưởng kinh tế và hoạt động của thị trường chứng khoán trong thời kỳ chuyển đổi nền kinh tế ở Việt Nam.

Luận án mong muốn chỉ ra những mặt hạn chế, yếu kém của tăng trưởng kinh tế và hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua. Luận án hy vọng góp phần đề xuất các giải pháp có tính khả thi cho việc thúc đẩy sự phát triển thị trường chứng khoán gắn kết với tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. Qua đó, trong sự kì vọng của mình, luận án hy vọng sẽ mang lại hiệu quả cho sự phát triển kinh tế-xã hội ở Việt Nam.

7. KẾT CẤU CỦA LUẬN ÁN

Ngoài phần mở đầu, kết luận, danh mục tài liệu tham khảo và phần phụ lục. Nội dung của luận án gồm có 4 chương, cụ thể như sau:

Chương 1: Tổng quan về tình hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu đề tài
Trong chương 1 này luận án đã tổng hợp, phân tích tổng quan về tình hình nghiên cứu có liên quan đến đề tài luận án từ các công trình trong và ngoài nước, từ đó tìm kiếm

cơ hội và những khoảng trống trong nghiên cứu. Ngoài ra, trong chương này còn trình bày phương pháp nghiên cứu bao gồm khái quát qui trình nghiên cứu, câu hỏi nghiên cứu, mô tả các phương pháp nghiên cứu định tính bao gồm phỏng vấn sâu các chuyên gia, thực hiện khảo sát thông qua bảng câu hỏi từ những người trực tiếp hoạt động trên thị trường ở các SGDCK, UBCK, Công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ. Ngoài ra luận án còn khảo sát đối tượng là giám đốc/phó giám đốc, quản lý, kế toán trưởng/giám đốc tài chính của các công ty phát hành chứng khoán nhằm xem xét thực trạng huy động vốn qua TTCK của các công ty. Ngoài các phương pháp trên, luận án còn sử dụng phương pháp phân tích và tổng hợp, phương pháp đối chiếu và so sánh. Các dữ liệu thứ cấp được lấy chủ yếu từ hai Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP.HCM và Hà Nội, Tổng Cục Thống Kê, và World Bank Indicators. Về phương pháp định lượng, tác giả kế thừa và sử dụng các nghiên cứu trước đó để làm cơ sở và cách xây dựng mô hình vector hiệu chỉnh sai số VECM. Đầu tiên, luận án sẽ kiểm tra các bệnh kinh tế lượng bao gồm đa cộng tuyến, tự tương quan, phân phối chuẩn, phương sai thay đổi (*xem chi tiết tại bảng phụ lục 1, 2, 3, 4*). Sau đó xem xét đặc điểm của chuỗi dữ liệu thời gian về tính dừng của chuỗi dữ liệu, tính đồng liên kết. Đánh giá mối quan hệ thông qua phương trình đồng liên kết (đồng tích hợp), kiểm định nhân quả Granger. Qua đó đánh giá mức độ tác động các yếu tố thông qua hàm phản ứng sung và phân rã phương sai xem xét chiều hướng tác động. Như vậy chương này chủ yếu tổng quan tình hình thực hiện có liên quan đến đề tài và liệt kê các phương pháp nghiên cứu.

Chương 2: Cơ sở lý luận về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển thị trường chứng khoán.

Trong chương này, luận án đã hệ thống hoá các cơ sở lý luận về TTCK và vai trò của TTCK đối với tăng trưởng kinh tế. Kiến thức về TTCK được khái quát với định nghĩa thông dụng, cách thức phân loại TTCK thành thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp hoặc thị trường tập trung và phi tập trung, tìm hiểu bản chất TTCK, cách thức phát hành, nguyên tắc hoạt động và hàng hoá trên TTCK. *Bên cạnh đó*, luận án còn đề cập đến vai trò của thị trường chứng khoán đối với tăng trưởng kinh tế có thể nhấn mạnh trong 7 nhóm vai trò. *Ngoài ra*, trong chương này, tác giả đề cập đến kinh nghiệm quản lý TTCK của một số nước có TTCK phát triển tốt nhất Châu Á như Singapore,

Thái Lan, Malaysia, Đài Loan trên cơ sở đó rút ra bài học cho TTCK Việt Nam. *Tiếp theo*, luận án trình bày cơ sở lý luận về tăng trưởng kinh tế và vai trò của tăng trưởng kinh tế đối với TTCK. Lý thuyết nền về tăng trưởng kinh tế giải thích mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK được dựa trên lập luận của các lý thuyết tăng trưởng cổ điển, tân cổ điển, lý thuyết tăng trưởng nội sinh và lý thuyết tăng trưởng Keynes để làm nền tảng cho nghiên cứu.

Cuối cùng trong chương này, luận án xem xét dưới góc độ lý thuyết mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển gồm 3 loại quan hệ chính: quan hệ thuận chiều, quan hệ nghịch chiều, không có quan hệ. Trên thực tế, mối quan hệ giữa hai biến số quan trọng này còn phụ thuộc rất nhiều vào trình độ phát triển của nền kinh tế, của thị trường, mức độ hoàn hảo của thông tin trên thị trường cũng như chất lượng hàng hóa tài chính...và khác nhau ở mỗi quốc gia. TTCK bản chất góp phần huy động các khoản tiết kiệm để đầu tư từ đó tác động đến tăng trưởng kinh tế. Vì thế TTCK có được xem như nhân tố của tăng trưởng kinh tế (Pearce, 1986).

Chương 3: Thực trạng và kết quả nghiên cứu về mối quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam

Trong chương này, luận án trình bày quá trình hình thành và phát triển TTCK từ khi thành lập năm 2000 đến thời điểm nghiên cứu năm 2013, đánh giá thực trạng tăng trưởng kinh tế từ năm 1991-2013. Tiếp theo, tác giả trình bày kết quả phỏng vấn sâu và khảo sát ý kiến chuyên gia về thực trạng mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK, đánh giá vai trò, khó khăn trong thực tế hoạt động của những người trực tiếp làm công tác quản lý, lãnh đạo thị trường. Qua đó với phần câu hỏi mở và phỏng vấn sâu tác giả đã đánh giá tổng quan được mối quan hệ. Đồng thời, trình bày kết quả khảo sát tại 40 công ty phát hành về thực trạng và kiến nghị của các công ty đối với vấn đề huy động vốn qua TTCK. Nội dung quan trọng nhất của luận án là tác giả ứng dụng mô hình VECM để phân tích, đo lường, đánh giá mối quan hệ các biến trong mô hình nghiên cứu, đánh giá mức độ tác động các yếu tố đối với hàm tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK Việt Nam, xem xét mối quan hệ nhân quả thông qua kiểm định nhân quả Granger. Đồng thời luận án xem xét tác động trong ngắn hạn và dài hạn giữa các biến thông qua phản ứng sung và phân rã phương sai.

Chương 4: Những giải pháp cơ bản nhằm thúc đẩy sự phát triển thị trường chứng khoán gắn kết với tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam

Trong chương này, luận án xem xét quan điểm và mục tiêu cụ thể của tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2020. Đồng thời nêu ra cơ sở khoa học cho việc định hướng và đề xuất các giải pháp nhằm thúc đẩy sự phát triển TTCK gắn kết với tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu để đưa ra những gợi ý về chính sách đối với cơ quan quản lý Nhà nước bao gồm UBCKNN, các SGDCK, Trung tâm Lưu ký Chứng khoán, về phía cung bao gồm công ty phát hành chứng khoán, công ty chứng khoán, các quỹ đầu tư và về phía cầu thị trường gồm có các Nhà đầu tư trong và ngoài nước. Phần cuối của chương, luận án đề cập đến những hạn chế trong nghiên cứu và định hướng cho nghiên cứu trong tương lai trên cơ sở hoàn thiện những điểm còn hạn chế và mở rộng nghiên cứu sang mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK trong khu vực ASEAN để thấy được mức độ hội nhập của TTCK và nền kinh tế Việt Nam với khu vực ASEAN.

CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN VỀ TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

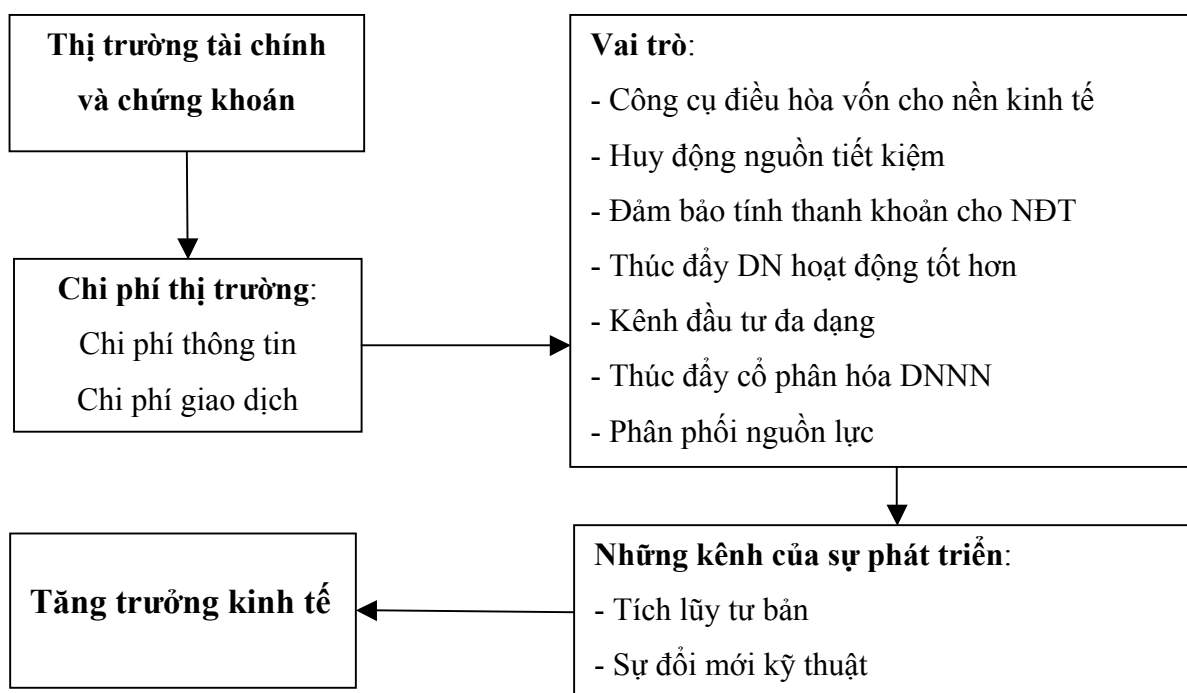
1.1. TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI

1.1.1. Những công trình nghiên cứu ở nước ngoài

Ở nước ngoài đã có nhiều công trình nghiên cứu về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và TTCK. Các nghiên cứu sử dụng nhiều phương pháp khác nhau, nghiên cứu đa phần ở nhóm các quốc gia, có một số ít nghiên cứu cho một quốc gia. Các nghiên cứu cụ thể như sau:

Nghiên cứu điển hình nhất là nghiên cứu của hai tác giả Demirguc-Kunt và Ross Levine (1995) sử dụng data ở 41 quốc gia từ năm 1986 đến năm 1993 xem xét sự phát triển TTCK sẽ ảnh hưởng đến hệ thống tài chính như thế nào. Sự phát triển TTCK đo lường bằng kích cỡ thị trường, tính thanh khoản, mức độ tập trung, sự dao động lên xuống của thị trường, sự phát triển tổ chức tài chính, và khả năng hội nhập quốc tế của TTCK. Nhóm tác giả này đã tìm thấy ở những thị trường có kích cỡ lớn, ít giao động lên xuống nhiều, tính thanh khoản tốt, mức độ tập trung vốn của vài hãng không thể chi phối thị trường. Mức độ phát triển TTCK liên quan chặt chẽ với sự phát triển của hệ thống ngân hàng, tổ chức tài chính không ngân hàng (công ty tài chính, quỹ đầu tư, công ty tư vấn, môi giới, công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí). Các tác giả đều kết luận TTCK nói riêng và thị trường tài chính nói chung sẽ ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng kinh tế [65].

Nghiên cứu của Ross Levine và Zervos (1996) đã đưa ra kết luận khá tương đồng với của Demirguc-Kunt và cộng sự cho rằng những nhân tố của sự phát triển TTCK ảnh hưởng tích cực và mạnh mẽ đến tăng trưởng kinh tế trong dài hạn [98]. Sau đó vào năm 1997, Ross Levine đã cung cấp mẫu lý thuyết về mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán, thị trường tài chính và tốc độ phát triển được liệt kê như sau:



Nguồn: [98, trang 324]

Hình 1.1: Mô hình mối quan hệ giữa TTCK, TT tài chính và tăng trưởng kinh tế

Thông qua hình 1.1 đã cho thấy mối quan hệ giữa TTCK, TT tài chính và tăng trưởng kinh tế thông qua các nhóm vai trò của TTCK sẽ tác động đến những kênh của sự phát triển từ đó ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế.

Nghiên cứu của Griffin (1998) cho rằng để đánh giá TTCK chúng ta cần đánh giá kích cỡ, chiều sâu, tính thanh khoản của các loại cổ phiếu có mặt trên thị trường. Kết quả nghiên cứu cũng đồng tình về mối quan hệ thuận chiều giữa tăng trưởng kinh tế và các biến đo lường sự phát triển TTCK [76].

Nghiên cứu của Mimam Alam và Tanweer Hasan (2003) đã tìm hiểu mối quan hệ nhân quả trực tiếp giữa sự phát triển TTCK và tăng trưởng kinh tế ở Mỹ. Nghiên cứu cho thấy rằng có tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa các biến và TTCK do chứa đựng thông tin cho sự thay đổi trong tương lai của tổng thu nhập quốc dân, cho thấy rằng sự phát triển TTCK và lãi suất gây ra sự thay đổi trong GDP trong ngắn hạn. Mặc dù GDP gây ra lãi suất, mức giá và tình trạng thất nghiệp nhưng nó không gây ra sự thay đổi trong vốn hoá TTCK. Trong ngắn hạn có mối quan hệ hai chiều giữa GDP và lãi suất và có mối quan hệ một chiều giữa TTCK và GDP. Trong đó vốn hoá thị trường là yếu tố thụ cảm đầu tiên của bất kỳ cú sốc nào đến mối quan hệ cân bằng trong dài hạn

với những biến khác. Sự thay đổi trong vốn hoá thị trường có thể dự đoán sự thay đổi trong GDP. Ngược lại sự thay đổi trong GDP, lãi suất, mức giá, và tỷ lệ thất nghiệp không dẫn đến vốn hoá thị trường. Nhưng bất kỳ cú sốc ngoại sinh nào đến TTCK sẽ ảnh hưởng đến những biến khác trong sự điều chỉnh tình trạng mất cân bằng. Kết quả này phù hợp với bước ngẫu nhiên và bản chất hướng đến tương lai của TTCK. Do đó, nghiên cứu chú trọng đến mối quan hệ dài hạn hơn là mối quan hệ ngắn hạn [101].

Nghiên cứu của Felix Fofana N'Zue (2004) đã nghiên cứu TTCK và tăng trưởng kinh tế ở Cote D'Ivoire. Ông sử dụng mô hình của Griffin và tìm ra có mối quan hệ một chiều đó là mối quan hệ dài hạn giữa các biến số tuy nhiên kiểm định nhân quả thì chỉ tồn tại mối quan hệ một chiều từ sự phát triển TTCK đến tăng trưởng kinh tế nhưng không có chiều ngược lại tức tăng trưởng kinh tế sẽ không tác động đến sự phát triển TTCK. Khi nghiên cứu về mối quan hệ này cần thêm một số biến có liên quan đến tăng trưởng kinh tế và TTCK. Nghiên cứu đã kết luận được GDP có quan hệ tích cực đến đầu tư công, chi tiêu công, trợ giúp phát triển công cộng, đầu tư trực tiếp nước ngoài và chỉ số phát triển TTCK [74].

Nghiên cứu của hai tác giả Charles Amo Yartey và Charles Komla Adjasi (2006) đã nghiên cứu sự phát triển thị trường chứng khoán ở các quốc gia Châu Phi. Các quốc gia ở khu vực này đã sử dụng TTCK để huy động vốn cho tăng trưởng kinh tế. Họ đã khảo sát ảnh hưởng tích cực của TTCK đến tăng trưởng kinh tế ở Châu Phi. TTCK được giả định có vai trò quan trọng trong sự phát triển đối với nền kinh tế toàn cầu bởi nhờ tính thanh khoản, hăng có thể có được lượng vốn cần thiết nhanh hơn, phân phối vốn và đầu tư cho tăng trưởng. TTCK cũng giúp giảm rủi ro cho các khoản đầu tư bởi vốn dễ dàng được giao dịch, trao đổi. Hai tác giả này cũng sử dụng mô hình của Ross Levine và Zervos (1996) [98, trang 330] cho thấy biến tỷ lệ giá trị của cổ phần được giao dịch trên GDP là yếu tố thể hiện sự phát triển của TTCK có ý nghĩa đối với tăng trưởng kinh tế. Tỷ lệ này phản ánh hoạt động và kích cỡ của TTCK. Vì vậy sự cải thiện hoạt động giao dịch (số lượng cổ phiếu được giao dịch, tần suất và hiệu quả trong giao dịch) hoặc nâng cao tính thanh khoản sẽ gia tăng tỷ lệ tăng trưởng kinh tế. Sự chấp nhận hệ thống thanh khoản điện tử và khuyến khích cổ phần mới đăng ký có thể thúc đẩy tính thanh khoản gia tăng [62].

Nghiên cứu của Syrya Bahadur G.C. (2006) nhằm khảo sát sự tồn tại mối quan hệ nhân quả giữa TTCK và tăng trưởng kinh tế dựa vào dữ liệu chuỗi thời gian từ năm 1988 đến năm 2005 ở đất nước Nepal. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy mối quan hệ dài hạn đồng liên kết và mối quan hệ nhân quả của các biến vĩ mô và các biến TTCK thậm chí trong một thị trường nhỏ ở Nepal. Bài nghiên cứu cũng nhấn mạnh vai trò của TTCK trong việc dự đoán tăng trưởng kinh tế. Dù TTCK ở một quốc gia có TTCK nhỏ và tính thanh khoản thấp nhưng sự tồn tại và phát triển của nó vẫn chiếm vị trí quan trọng cho các hoạt động kinh tế như làm lưu thông các khoản tiết kiệm nội địa và phân phối vào các quỹ một cách có hiệu quả, đóng góp cho tăng trưởng ở các quốc gia kém phát triển. Do đó, cần thiết phải có một sự gia tăng vốn hoá thị trường. Chính phủ cần khắc phục những điểm hạn chế ngăn cản sự phát triển TTCK như thuế, luật pháp, nội qui và qui định chưa hoàn thiện, chưa đầy đủ, chưa cập nhật với tình hình và xu thế hội nhập với TTCK khu vực và thế giới. Với tỷ lệ tiết kiệm thấp, khuyến khích tiết kiệm và đầu tư trong và ngoài nước đặc biệt là khu vực tài chính dựa vào ngân hàng, và TTCK dựa vào thị trường của nền kinh tế sẽ thúc đẩy sự hình thành vốn và đầu tư nhằm gia tăng sự thịnh vượng của một quốc gia thông qua việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế [126].

Nghiên cứu của Rama K.Agrawalla và S.K.Tuteja (2007) nghiên cứu về mối quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của TTCK ở Ấn Độ. Nhóm tác giả đã tìm được mối quan hệ cân bằng dài hạn giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK ở Ấn Độ. Do đó giải pháp nêu ra là cần cải tổ SGD để phát triển thị trường và làm cho NĐT quan tâm đến đầu tư dài hạn hơn là sự đầu tư ngắn hạn. Mối quan hệ được xem xét qua nhóm biến gồm vốn hoá thị trường, tốc độ luân chuyển, chỉ số sản xuất công nghiệp, tín dụng khu vực ngân hàng đến khu vực thương mại. Nhóm tác giả hình thành ba chỉ số: chỉ số sự phát triển TTCK, chỉ số tăng trưởng kinh tế và chỉ số sự phát triển khu vực ngân hàng. Trong đó, chỉ số tăng trưởng kinh tế được đo bởi chỉ số sản xuất công nghiệp bởi dữ liệu GDP theo tháng không có, và khu vực công nghiệp chiếm đa số trong các công ty niêm yết. Chỉ số sự phát triển của ngân hàng được đo bởi tỉ số tín dụng ngân hàng đến khu vực thương mại trên GDP. Trong đó, chỉ số sự phát triển TTCK được kết nối tổng hợp phản ánh kích cỡ và tính thanh khoản của thị

trường cũng được kiểm chứng bởi Demirci-Kunt & Ross Levine (1995) [67, trang 224]. Nhóm tác giả tìm thấy có mối tương quan cao giữa chỉ số phát triển ngân hàng và TTCK so với tăng trưởng kinh tế đó là mối quan hệ nhân quả dài hạn từ sự phát triển TTCK đến sự thay đổi tăng trưởng kinh tế trong dài hạn, kích thích cho tăng trưởng kinh tế. Vì thế việc cải thiện cho hiệu quả hoạt động và đa dạng hoá sản phẩm-dịch vụ của TTCK sẽ có tác động tích cực, nhưng đây lại là mối quan hệ một chiều. Nhóm tác giả cũng tìm thấy có mối quan hệ hai chiều giữa sự phát triển khu vực ngân hàng và TTCK. Do đó, để làm mạnh mẽ thị trường tài chính nói chung và TTCK nói riêng có thể đóng góp cho tăng trưởng cần thiết phải tái cấu trúc TTCK kết nối tốt với hệ thống ngân hàng bởi hệ thống ngân hàng tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế. Cả ngân hàng và TTCK đều cung cấp dịch vụ tài chính bổ sung cho nhau trong nền kinh tế thật, đều ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng kinh tế trong dài hạn [116].

Nghiên cứu của nhóm tác giả Boopen Seetanah, Rojid Sawkut, Vinesh Sannasee và Binesh Seetanah (2007) đã đo lường mối quan hệ giữa hệ thống ngân hàng, thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế ở các nước đang phát triển. Nghiên cứu được dựa trên các nghiên cứu của Levine và Zervos (1996) [98]; Seetanah và các cộng sự (2007). Chỉ số đo lường sự phát triển của TTCK được dựa vào nghiên cứu của Demirci-Kunt và Ross Levine (1995) [67] kết luận rằng sự phát triển TTCK có ý nghĩa và tác động thuận chiều đến tăng trưởng kinh tế, cụ thể 1% tăng lên ở sự phát triển TTCK đóng góp 0,17% tăng lên trong GDP. Tác động này là trực tiếp nhưng xét về độ lớn vẫn còn thấp so với các biến số khác. Do đó, Chính Phủ cần phát triển TT tài chính hơn nữa, giảm sự can thiệp hành chính, cung cấp chính sách động viên để thu hút vốn trên thị trường tài chính quốc tế. Các giải pháp khác tập trung vào tiến trình tự do hoá khu vực tài chính và bãi bỏ các quy định không cần thiết ngăn cản sự phát triển, tăng cường cạnh tranh mở cửa cho các ngân hàng quốc tế, quỹ đầu tư quốc tế. Đầu tư vào nguồn lực con người, phổ biến rộng rãi kiến thức (cách thức đầu tư, phân tích, chọn lựa danh mục đầu tư...) và nhấn mạnh lợi ích của việc đầu tư trên TTCK đến người dân, thiết lập các quỹ tương hỗ để gia tăng tính thanh khoản trên thị trường [54].

Một trong số các nghiên cứu ở Châu Á là nghiên cứu của hai tác giả TMing-Hua Liu và Keshab M.Shrestha (2008) nghiên cứu về mối quan hệ giữa các biến số vĩ mô khác nhau và giá chứng khoán ở Trung Quốc. Nhóm tác giả cho rằng TTCK về bản chất chịu sự ảnh hưởng chênh lệch thời gian, tính dễ thay đổi lên xuống của giá chứng khoán do đó cần xác định tính đồng liên kết giữa chỉ số thị trường chứng khoán và biến vĩ mô. Nghiên cứu đã kết luận những biến số vĩ mô là nhân tố có ý nghĩa giải thích giá chứng khoán ở một đất nước mà thị trường còn non trẻ và mới nổi như Trung Quốc cụ thể là yếu tố sản xuất công nghiệp, nguồn cung tiền có mối quan hệ cùng chiều với giá cổ phiếu. Lạm phát, lãi suất và giá trị tiền tệ thì ảnh hưởng nghịch chiều đến giá cổ phiếu. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng thị trường chứng khoán Trung Quốc phản ứng với sự thay đổi biến số vĩ mô trong dài hạn mặc dù có những biểu hiện đầu cơ tích trữ, chưa trưởng thành và còn dao động lên xuống thất thường. Trong ngắn hạn, thị trường chứng khoán Trung Quốc đầy rủi ro, nhưng trong dài hạn mang tính khả quan hơn do có nền tảng kinh tế chiếm ưu thế. Do đó, khuyến khích ý tưởng của NĐT trong việc chuẩn bị cho công cuộc đầu tư dài hạn và đa dạng hoá các loại cổ phiếu trên thị trường là cần thiết để thúc đẩy tăng trưởng trong tương lai [95, trang 749, 754].

Nghiên cứu của nhóm tác giả Ita Joseph John, Cornelius M.Ojong và Emmanuel Sebastian Akpan (2010). Nhóm tác giả này sử dụng và nghiên cứu hệ thống các biến thể hiện cho sự phát triển TTCK bao gồm tính thanh khoản thị trường, tỷ lệ tiết kiệm, tỷ lệ đầu tư, và đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI. Nhóm tác giả cho rằng muốn phát triển TTCK gắn với tăng trưởng cần cải thiện tính thanh khoản thị trường, tăng số lượng công ty niêm yết trên thị trường. Nếu có một sự gia tăng lên ở một quốc gia cụ thể trong tỷ lệ tiết kiệm sẽ giảm sự phát triển thị trường và ngược lại [86, trang 32-36].

Nghiên cứu của James Laurenceson (2002) kết luận rằng TTCK Trung Quốc không thực sự cần thiết cho tăng trưởng kinh tế bởi TTCK không có ý nghĩa để cải thiện việc đổi mới các công ty Nhà nước và cải thiện tình trạng thiếu hụt ở thị trường tín dụng Trung Quốc và cũng không phải là nguồn có ý nghĩa cho việc tăng quỹ cho các cuộc cải cách kinh tế ở Trung Quốc do đó chức năng huy động các khoản tiết kiệm và phân phối nguồn lực bị xao nhãng cho TTCK Trung Quốc [87].

Nghiên cứu của Agarwal Sumit (2001) nghiên cứu TTCK và tăng trưởng kinh tế cho các quốc gia Châu Phi, nghiên cứu đã tìm thấy mối quan hệ giữa đầu tư và tăng trưởng kinh tế nhưng không tìm thấy mối quan hệ nào giữa các biến TTCK sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế. Đây là mối quan hệ gián tiếp phải thông qua đầu tư để tác động đến tăng trưởng, tác giả dùng dữ liệu thời gian từ năm 1992-1997 ở chín quốc gia Châu Phi. Các biến được chọn bao gồm tỷ lệ vốn hóa thị trường, tỷ lệ giao dịch, tốc độ luân chuyển cổ phiếu, đầu tư trực tiếp nước ngoài, tổng đầu tư, tỷ lệ học sinh nhập học cấp hai và GDP. Điểm tranh luận là nghiên cứu không đưa ra mô hình cụ thể để phân tích hồi qui hay quan hệ nhân quả, nghiên cứu chỉ xem xét ở hệ số tương quan trong thống kê mô tả để đưa ra kết luận. Những ngụ ý chính sách được tác giả đưa ra nhằm khuyến khích TTCK phát triển bằng giải pháp thuế, luật pháp và các qui định [47].

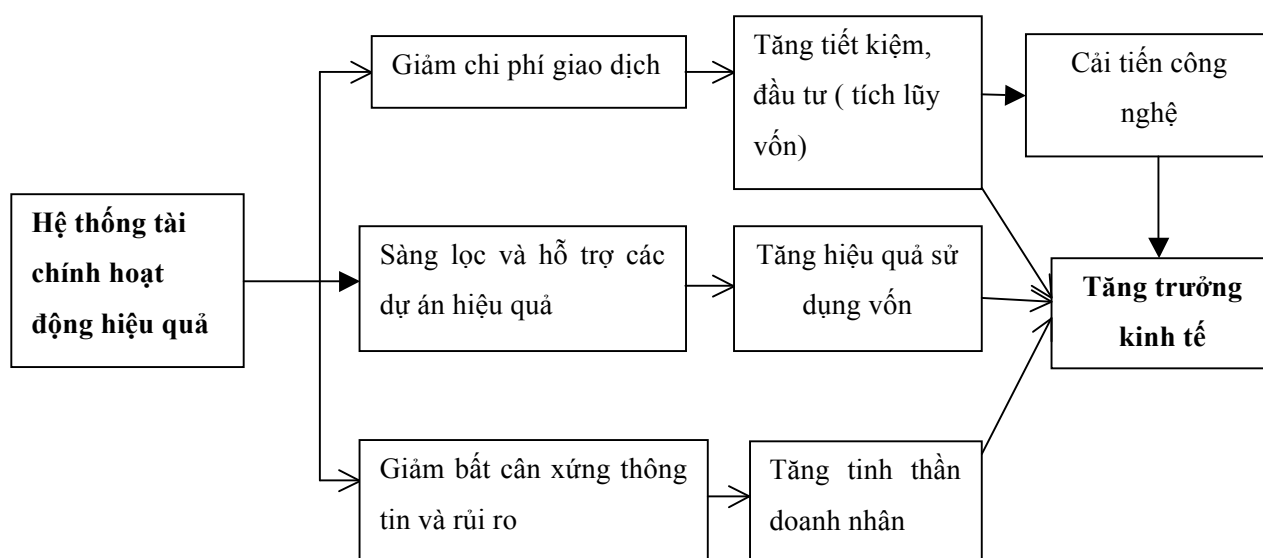
Như vậy, nhận xét chung đối với các công trình ở nước ngoài để đo lường tăng trưởng kinh tế, các tác giả nước ngoài sử dụng chỉ tiêu tốc độ tăng trưởng kinh tế (%) hoặc giá trị GDP hoặc GDP bình quân đầu người. Bên cạnh đó, để đo lường sự phát triển TTCK, các tác giả sử dụng nhóm chỉ số: tính thanh khoản được đo bằng tổng giá trị giao dịch trên GDP, tổng giá trị giao dịch trên vốn hóa thị trường, đo kích cỡ bằng tổng vốn hóa trên GDP, mức độ tập trung tư bản của bốn hãng dẫn đầu thị trường. Bên cạnh đó, nhiều biến tác động đến mô hình được chọn bao gồm tỷ lệ tiết kiệm trên GDP, tỷ lệ đầu tư trên GDP, đầu tư trực tiếp nước ngoài, tổng giá trị xuất khẩu và nhập khẩu trên GDP, tỷ lệ nhập học trung học, giá trị tín dụng của trung gian tài chính trên GDP, lãi suất danh nghĩa tài chính trên GDP, chỉ số giá tiêu dùng, tỷ lệ thất nghiệp. Các nghiên cứu này đa phần đều nhận thấy TTCK ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng kinh tế trong dài hạn ngoại trừ nghiên cứu của James Laurenceson (2002) [87].

Ngoài ra, về phương pháp nghiên cứu có một số nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi qui trong đó biến tăng trưởng kinh tế được hồi qui cùng với hệ thống các biến được chọn trong đó có biến thể hiện sự phát triển hệ thống tài chính (Atje và Javanovic, 1993; Levine và Zervos, 1996; Harris, 1997; Levine và Zervos, 1998) [50], [98], [80], [99] hay một số nghiên cứu dọc các quốc gia sử dụng dữ liệu bảng, các nghiên cứu này khảo sát sự thay đổi trong tăng trưởng của một loạt các nước mà

không cần xem những nhân tố cụ thể của một đất nước (Demirguc-Kunt và Maksimovic, 1996) [67, trang 348]. Do đó, các nghiên cứu này phải đương đầu với một vấn đề tiềm ẩn, đó là vấn đề nhân quả, và sự không đồng nhất của các nước dưới một tỷ lệ trung bình ngang nhau mà không xét đến tính không đồng nhất hay khác biệt trong từng quốc gia như tỷ lệ tiết kiệm có thể gây ra tỷ lệ tăng trưởng cao hơn và sự phát triển hơn của khu vực tài chính nước này mà không sử dụng được ở các nước khác (Caselli và cộng sự, 1996) [60]. Nhiều phương pháp được đưa ra để xử lý vấn đề này: một trong các phương pháp đó là sử dụng mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM) và kiểm định nhân quả Granger (1969). Kiểm định này được sử dụng rộng rãi khi nghiên cứu về thị trường tài chính, cũng như nghiên cứu về tăng trưởng kinh tế với nguồn cung tiền (Hess và porter, 1993) [81, trang 250] và sự ổn định giá (Darrat và Lopez, 1989) [70, trang 12]. Và trên thực tế cũng có một số lượng các nghiên cứu trước đây đã sử dụng kiểm định nhân quả Granger để khảo sát giữa thị trường tài chính và tăng trưởng. Thornton (1995) đã phân tích 22 nền kinh tế đang phát triển với kết quả hỗn hợp, mặc dù ở một vài nước đã có bằng chứng rằng độ sâu tài chính sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng [133, trang 400]. Luintel và Khan (1999) đã nghiên cứu ở 10 quốc gia đang phát triển và tìm thấy mối quan hệ hai chiều giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển tài chính ở các quốc gia này [113, trang 398]. Spears (1991) phát biểu rằng giai đoạn đầu của việc phát triển các trung gian tài chính sẽ làm gia tăng tăng trưởng kinh tế ở các nước Sub-Saharan Africa [127, trang 60].

1.1.2. Những công trình nghiên cứu trong nước

Ở Việt Nam có một số ít các nghiên cứu có liên quan đến lĩnh vực thị trường chứng khoán nhưng khá ít các nghiên cứu về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK như Nguyễn Phong Châu (1996), Diệp Trí Minh (2000), Trần Thị Thùy Linh (2007), Trần Thị Mộng Tuyết (2008), Nguyễn Thị Lệ Hoa (2008), Võ Thị Hà Hạnh (2010), Lê Đạt Chí (2010), Trần Văn Hoàng và Tống Bảo Trân (2014)...[13], [6], [33], [34], [12], [40], [28], [35].



Nguồn: Trần Thị Quế Giang (2013) [36]

Hình 1.2: Mô hình thể hiện mối quan hệ giữa hệ thống tài chính và tăng trưởng kinh tế theo nghiên cứu của Trần Thị Quế Giang

Thông qua hình 1.2, TTCK là một thành tố quan trọng trong hệ thống tài chính bên cạnh ngân hàng. Thông qua các chức năng như giảm chi phí giao dịch, sàng lọc và hỗ trợ vốn cho các dự án kinh doanh hiệu quả, đảm bảo tính thanh khoản sẽ làm giảm bớt rủi ro, thông tin cần minh bạch và cần giảm sự bất cân xứng về thông tin. Qua đó giúp giảm bớt chi phí cung cấp vốn, tăng hiệu quả đầu tư và qua đó tinh thần doanh nhân được tăng cường do đó sẽ thúc đẩy sự đổi mới công nghệ, kỹ thuật phục vụ sản xuất. Qua đó tạo ra nền tảng cơ sở hạ tầng kinh tế, những yếu tố này cấu thành nên các nguồn lực bổ sung quan trọng cho tăng trưởng kinh tế. Cụ thể có các nghiên cứu ở Việt Nam như sau:

Nghiên cứu của Nguyễn Phong Châu (1996) đã nghiên cứu về TTCK mới nổi và tăng trưởng kinh tế và ứng dụng cho Việt Nam. Mô hình tổng quát này gồm cách đo ba kiểm định: (i) Kích cỡ TTCK và tăng trưởng kinh tế; (ii) Tính thanh khoản và tăng trưởng kinh tế; (iii) Sự giao động lên xuống giá cổ phiếu và tăng trưởng kinh tế. Nghiên cứu đã kết luận rằng TTCK có thể là chất xúc tác đến tăng trưởng thông qua ảnh hưởng tích cực của nó đến đầu tư tài chính, dòng vốn chảy vào, làm giảm sự sụp đổ tài chính có thể thúc đẩy cho tăng trưởng nhanh hơn [13, trang 90]. Tác giả cũng đưa ra những ngụ ý về chính sách bao gồm sự ổn định, tăng trưởng kinh tế bền vững,

tạo môi trường đầu tư minh bạch, tạo động lực để tham gia thị trường thông qua việc chi trả cổ tức hấp dẫn.

Nghiên cứu của Diệp Trí Minh (2000) nghiên cứu các vấn đề cơ bản về TTCK và ảnh hưởng của nó đến phát triển kinh tế của Việt Nam nêu bật mối quan hệ giữa phát triển kinh tế và quá trình xây dựng TTCK ở Việt Nam. Trong đó cần nâng cao hiệu quả sử dụng nguồn vốn để phát triển sản xuất, điều tiết nguồn vốn từ nơi kém hiệu quả sang nơi sử dụng có hiệu quả cao hơn. Bên cạnh đó, TTCK còn nâng cao hiệu quả hoạt động của các tổ chức tài chính, tạo điều kiện thuận lợi cho việc thu hút vốn nước ngoài. TTCK đều tuân theo các qui luật khắt khe của thị trường về qui luật giá trị, qui luật quan hệ cung-cầu, cạnh tranh. TTCK ảnh hưởng mạnh đến tăng trưởng và phát triển kinh tế của một quốc gia, giúp cải thiện quá trình phân phối vốn, đẩy mạnh hoạt động đầu tư, tạo điều kiện tăng trưởng và phát triển kinh tế lâu dài. Do đó, đây là công cụ thu hút mọi nguồn vốn nhàn rỗi trong nền kinh tế vào đầu tư dài hạn, thu hút vốn đầu tư đơn giản, giảm áp lực của lạm phát, thúc đẩy các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh có hiệu quả hơn, đáp ứng nhu cầu tăng vốn nhanh chóng thông qua việc phát hành chứng khoán, tạo ra sự kết hợp hài hoà giữa rủi ro và lợi nhuận, thúc đẩy quá trình huy động vốn đầu tư cho phát triển kinh tế, cung cấp một danh mục cho các khoản đầu tư, phản ánh được mức lãi suất đầu tư của nhà đầu tư, hoàn thiện quá trình phân bổ vốn của nền kinh tế. *Ngoài ra*, TTCK thể hiện sự năng động và nhạy cảm của nền kinh tế rất rõ ràng thông qua giá cổ phiếu và thông qua những tín hiệu của thị trường, phản ánh nhanh các vấn đề về kinh tế, chính trị, xã hội. *Ngoài ra*, còn thu hút vốn từ nước ngoài cho các khoản vốn thiếu hụt của nền kinh tế. Những tác động tiêu cực của TTCK theo đề tài có thể kể đến là sự phân phối của cải bất bình đẳng thông qua các hoạt động đầu cơ, gây mất ổn định cho nền kinh tế, thông tin bất cân xứng, không hoàn hảo, gây tâm lý hoang mang, mất ổn định cho các nhà đầu tư, ảnh hưởng đến phát triển kinh tế xã hội. *Hơn nữa*, còn những hành vi gây tác động tiêu cực có thể nói là mua bán gian lận, nội gián, không trung thực, đầu cơ, lũng đoạn thị trường, có thể làm nền kinh tế tác hại. Một số qui luật cơ chế thị trường bị bóp méo ở các nước đang phát triển, chất lượng phân bổ vốn đầu tư thật sự có thể không chảy vào những nơi cần vốn thực sự. TTCK không thể hoạt động khi nền kinh tế chưa tiền tệ hoá cao,

vì nền kinh tế bị cản trở dưới các hình thức tài sản khác như vàng, bất động sản... Một số lẽ lỗi cũ của nền kinh tế như làm việc theo cảm tính, không quen công khai, minh bạch... là trở ngại cho việc phát triển của TTCK. *Mặt khác*, với xu hướng toàn cầu hoá, dẫn đến sự phụ thuộc ngày càng tăng của các nền kinh tế và tài chính, nên việc khủng hoảng ở một khu vực hoặc một nước sẽ ảnh hưởng lớn đến TTCK các nước [6].

Nghiên cứu của Trần Thị Thuỳ Linh (2007) nghiên cứu về thực trạng và giải pháp phát triển TTCK Việt Nam trong giai đoạn hội nhập đến năm 2020. Tác giả nghiên cứu các lý luận cơ bản về TTCK, cơ chế vận hành của thị trường cũng như hàng hoá và nguồn tài trợ vốn cho doanh nghiệp trong điều kiện hội nhập. Phân tích đánh giá TTCK Việt Nam là một chuỗi các sự kiện mang tính lịch sử. Tác giả đã làm rõ những lý luận về TTCK tìm hiểu sự hình thành và phát triển của TTCK Việt Nam thông qua đánh giá thực tiễn hoạt động của các loại chứng khoán: trái phiếu chính phủ, trái phiếu công trình, trái phiếu công ty, thị trường cổ phiếu với những thành tựu đạt được như UBCKNN đã có nhiều nỗ lực trong hoạch định chính sách, việc sát nhập UBCKNN vào Bộ Tài Chính đã tạo ra sức mạnh to lớn trong việc thực thi các chính sách [33].

Nghiên cứu của Trần Thị Mộng Tuyết (2008) nghiên cứu về định hướng phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2020 đã tổng kết những vấn đề cơ bản nhất về chứng khoán và TTCK, phân tích thực trạng TTCK trong những năm qua. TTCK Việt Nam đã có một hạ tầng tài chính hữu hiệu thu hút vốn đầu tư phát triển kinh tế, bởi nó là kênh bổ sung nguồn vốn trung và dài hạn cho Nhà nước và các doanh nghiệp, việc xây dựng và phát triển TTCK có ý nghĩa hết sức quan trọng trong sự nghiệp phát triển kinh tế. TTCK đã tạo điều kiện tích tụ vốn của xã hội, thông qua các quỹ đầu tư giúp hiệu quả đầu tư cao hơn gấp bội, tạo ra sự linh hoạt cho các nhà đầu tư trong việc chuyển hướng đầu tư từ lĩnh vực này sang lĩnh vực khác dễ dàng do tính thanh khoản cao của chứng khoán. *Như vậy*, thông qua TTCK, Nhà nước có thể huy động và kiểm soát các nguồn vốn đầu tư nước ngoài bởi đầu tư nước ngoài thường được thu hút dưới hai hình thức là đầu tư trực tiếp thông qua các dự án sản xuất kinh doanh, đầu tư gián tiếp thông qua các định chế tài chính trung gian. Những mặt hạn chế bao gồm TTCK luôn tiềm ẩn khả năng lũng đoạn thị trường, dễ gây nên khủng hoảng do sự đầu cơ trục lợi của nhà đầu tư, có biểu hiện của giao dịch nội gián, sử dụng thông tin nội bộ, thông tin mật

chưa được công bố, TTCK có thể phát sinh những thông tin không đúng về các loại chứng khoán và doanh nghiệp do thông tin bị mất cân xứng trên thị trường [34].

Nghiên cứu của Nguyễn Thị Lệ Hoa (2008) nghiên cứu về những giải pháp để thúc đẩy TTCK Việt Nam phát triển bền vững do đó cần xây dựng TTCK hoàn chỉnh, có các chủng loại hàng hoá đa dạng, phát triển thành viên thị trường, xây dựng Uỷ ban giám sát chứng khoán để kiểm soát tình hình hoạt động của TTCK. Nghiên cứu cũng rút ra những bất cập của TTCK Việt Nam như thiếu vai trò nhà tạo lập thị trường do các CTCK đảm nhiệm đặc biệt là thị trường trái phiếu, hơn ai hết những nhà tạo lập thị trường sẽ thúc đẩy thị trường này phát triển, và việc thiếu các công cụ chứng khoán phái sinh như hoán đổi, quyền chọn, hợp đồng tương lai, hợp đồng kỳ hạn. Ngoài ra, TTCK còn dễ bị các nhà đầu cơ làm ảnh hưởng đến thị trường như hiện tượng làm giá, thao túng cổ phiếu để chờ tăng giá bán kiếm lời, đầu cơ các cổ phiếu IPO để kiếm lời. Bên cạnh đó có những bất cập về hệ thống thông tin thiếu rõ ràng, minh bạch, nhà đầu tư dễ bị ảnh hưởng của các thông tin sai lạc như các bài báo, quảng cáo truyền miệng, các bản cáo bạch và báo cáo tài chính hiện có xu hướng khá hình thức và nặng về bệnh thành tích, chưa trở thành căn cứ tốt để các nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư cho mình. Cơ chế chính sách quản lý chứng khoán còn nhiều bất cập và chưa nhất quán, chuẩn mực kế toán còn bất cập trong TTCK Việt Nam... Nghiên cứu cũng mạnh dạn đề ra những giải pháp giúp TT phát triển lành mạnh như tăng cường công khai minh bạch về thông tin, lập Hiệp hội bảo vệ nhà đầu tư, đẩy mạnh phát triển các công cụ phái sinh trên TTCK để giảm thiểu rủi ro cho các khoản đầu tư chống lại những rủi ro do sự sụt giảm giá bất ngờ hay thua lỗ của việc đầu tư chứng khoán [12].

Nghiên cứu của Lê Đạt Chí (2010) đã nghiên cứu TTCK Việt Nam bằng cách ứng dụng mô hình mạng thần kinh nhân tạo trong dự báo kinh tế (ANN). Mức độ dự báo khá cao, gần sát với thực tế. Các biến số nghiên cứu bao gồm: lạm phát, tỷ giá, lãi suất, sản lượng công nghiệp, cán cân thương mại, cung tiền, Vn-Index. Đối với các doanh nghiệp niêm yết, các biến phản ánh tình hình tài chính của doanh nghiệp tác động đến VN-Index mạnh mẽ hơn các biến khác (nhóm biến vĩ mô). Ngoài ra, kết quả cũng cho thấy các biến số vĩ mô cũng góp phần dự báo được VN-index ở mức độ khá lớn đặc biệt là các biến tăng trưởng tín dụng, lãi suất và lạm phát [28].

Nghiên cứu của Võ Thị Hà Hạnh (2010) nghiên cứu về những nhân tố quyết định của sự phát triển TTCK ở những nước ASEAN. Tác giả khảo sát mối quan hệ giữa sự phát triển của TTCK và tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ tiết kiệm, khu vực ngân hàng, tính thanh khoản TTCK, và sự ổn định vĩ mô ở các nước ASEAN từ đó khám phá ra những nhân tố ảnh hưởng đến sự phát triển TTCK trong dài hạn. Kết quả nghiên cứu cho thấy ngoại trừ tỷ lệ lạm phát, tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa sự phát triển TTCK và tăng trưởng kinh tế, tiết kiệm, sự phát triển khu vực ngân hàng và tính thanh khoản TTCK. Sự phát triển trung gian tài chính ảnh hưởng tích cực và có ý nghĩa lên vốn hoá TTCK. Liên quan đến TTCK Việt Nam, tác giả đã kết luận do tuổi đời còn trẻ do thành lập từ năm 2000, nền kinh tế chưa ổn định, kích cỡ thị trường nhỏ, tính thanh khoản thấp. Do đó cần tự do hoá nền kinh tế và thị trường tài chính, gia tăng tính thanh khoản bằng cách gia tăng hàng hoá chất lượng trên thị trường, gia tăng hoạt động của các định chế tài chính [40].

Nghiên cứu của Trần Văn Hoàng và Tống Bảo Trân (2014) sử dụng kiểm định nhân quả để nghiên cứu về tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam trong đó sử dụng VN-Index để đo lường sự phát triển TTCK. Nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ nhân quả một chiều từ thị trường chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế [35, trang 125].

Tóm lại, nhận xét chung trong các công trình nghiên cứu trong nước, tác giả nhận thấy phần lớn sử dụng phương pháp duy vật biện chứng để lý luận về tăng trưởng kinh tế trong quan hệ với TTCK. Các tác giả đã khái quát được những kiến thức chung về TTCK, đánh giá được lịch sử hình thành và phát triển của thị trường [32], [33], [34]. Ngoài ra, cũng có một vài tác giả sử dụng phương pháp định lượng phần lớn sử dụng chỉ số Vn-Index để thể hiện cho TTCK Việt Nam [28], [35] hay chỉ đơn thuần đo sự phát triển bằng việc đo kích cỡ thị trường là mức vốn hóa thị trường trên GDP. Các phương pháp đo là việc sử dụng kiểm định nhân quả Granger, đồng liên kết, hồi qui, mô hình VAR. Ngoài ra, các nghiên cứu cũng đưa ra một số giải pháp có ý nghĩa trong việc phát triển thị trường định hướng đi cho nghiên cứu của luận án.

1.1.3. Đánh giá chung về các công trình nghiên cứu có liên quan đến đề tài

Phần này cung cấp bức tranh toàn diện của luận án thông qua việc tóm lược mục tiêu, phương pháp và hệ thống hoá tổng quan tình hình nghiên cứu hiện nay ở các nghiên cứu trong và ngoài nước. Đánh giá chung về các công trình nghiên cứu có liên quan đến luận án cụ thể như sau:

1.1.3.1. Đối với các công trình ở nước ngoài

Thứ nhất, các ưu điểm của các công trình ở nước ngoài bao gồm việc khái quát hoá được hệ thống các nhóm biến đại diện và bao gồm trong hàm tăng trưởng kinh tế cũng như đã chỉ ra các lý thuyết và phân tích được các yếu tố tác động xét trong mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và TTCK bao gồm các biến chỉ tiêu chính phủ [74], [76], viện trợ phát triển [74], [76], đầu tư trực tiếp nước ngoài [74], [76], đầu tư công [74], [76], lạm phát [74], [76], [95], [101], lãi suất [95], [101], tỷ giá hối đoái [96], chỉ số công nghiệp [95], nguồn cung tiền M2 trên GDP [95], tổng giá trị xuất nhập khẩu trên GDP [54], [62], giá trị tín dụng của trung gian tài chính đến khu vực tư nhân [54], tỷ lệ học sinh trung học đến trường [54], tổng đầu tư trên GDP [54], [62]. Như vậy có thể chia các biến số trong hàm tăng trưởng mà các nhà nghiên cứu sử dụng gồm bốn nhóm: (i) Nhóm một bao gồm các biến vĩ mô bao gồm viện trợ phát triển, đầu tư trực tiếp nước ngoài, lạm phát, lãi suất, tỷ giá hối đoái, chỉ số công nghiệp trong hàm tăng trưởng xét trong mối quan hệ với TTCK; (ii) Nhóm hai bao gồm các biến phát triển hệ thống tài chính và ngân hàng gồm có giá trị tín dụng trên GDP, nguồn cung tiền M2 trên GDP; (iii) Nhóm biến thể hiện sự phát triển thị trường chứng khoán gồm tổng giá trị giao dịch/GDP, tỷ lệ vốn hoá thị trường/GDP, tốc độ luân chuyển cổ phiếu [47], [62], [74], [76], [86], [98], mức độ tập trung của bốn hãng dẫn đầu thị trường [74]. Ngoài ra, khi nghiên cứu và phát triển chỉ số đo lường sự phát triển của TTCK được tính toán theo các nghiên cứu trước có ưu điểm là sử dụng phương pháp trước khi lấy trung bình các biến số, có sự so sánh giữa các quốc gia khi ra một chỉ số chung giữa các quốc gia và tính toán lại bằng cách lấy trung bình giản đơn cho từng biến.

Thứ hai, xét về một số điểm cần tranh luận có thể kể đến là phương pháp thống kê bởi khi nghiên cứu mối quan hệ này, một số nghiên cứu sử dụng hồi qui bội do tồn tại của vấn đề nhân quả không xác định được đâu là biến nội sinh và đâu là biến ngoại

sinh. Ngoài ra, một số nghiên cứu không đo lường tính không đồng nhất của các quốc gia khi đa phần các nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng (panel data) để nghiên cứu cho một nhóm nước. Hơn nữa, các nghiên cứu chưa giải thích thoả đáng các biến được chọn trong mô hình từ các cơ sở nào. Vì có rất nhiều biến vĩ mô tác động vào hàm tăng trưởng. Bên cạnh đó, mặc dù còn rất nhiều nghi vấn liên quan đến đề tài này song có rất nhiều nhà nghiên cứu khẳng định mối quan hệ tích cực, quan hệ nhân quả giữa hai biến số quan trọng này. Mặt khác, vẫn có một số nghiên cứu lý thuyết còn khá mập mờ và chưa chắc chắn về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK, trong khi các nghiên cứu định lượng thì không nhiều, các nghiên cứu dành phần lớn ở nhóm các nước đặc biệt là các quốc gia đã phát triển, sử dụng dữ liệu xuyên quốc gia để so sánh các nhóm nước với nhau về mối quan hệ này, ít có nghiên cứu về một quốc gia cụ thể. Các nghiên cứu thực nghiệm trước đây cũng có một số điểm hạn chế như việc sử dụng hồi qui bội để nghiên cứu vấn đề liệu TTCK có quan trọng đóng góp cho tăng trưởng kinh tế trong dài hạn.

1.1.3.2. Đối với các công trình nghiên cứu trong nước

Thứ nhất, về ưu điểm của các nghiên cứu trong nước việc các tác giả đã hệ thống hoá toàn bộ lịch sử hình thành và phát triển của TTCK Việt Nam, đề cập các lý luận về nền tảng của thị trường và căn cứ cấp thiết của các giải pháp phát triển TTCK.

Thứ hai, điểm hạn chế cần tranh luận của các công trình trong nước về phương pháp sử dụng khi các tác giả ở Việt Nam khi nghiên cứu về TTCK chủ yếu sử dụng phương pháp duy vật biện chứng để nghiên cứu các vấn đề về TTCK và tăng trưởng kinh tế nằm trong qui luật vận động và phát triển, kế thừa những kết quả, những mặt tích cực đã đạt được trong mối liên hệ phổ biến qua các giai đoạn làm nền tảng để xem xét mối quan hệ biện chứng giữa đối tượng nghiên cứu. *Ngoài ra*, về cách lấy dữ liệu, hầu hết các nghiên cứu ở TTCK Việt Nam chỉ sử dụng dữ liệu chỉ số VN-Index đại diện cho biến TTCK [28], [35] trong khi các biến vĩ mô lấy cho toàn quốc bởi Vn-Index chỉ đại diện cho khoảng 326 công ty ở Sàn Thành Phố Hồ Chí Minh trong khi ở Hà Nội có khoảng 406 công ty, ở cả hai Sàn có tổng cộng 732 công ty niêm yết tính đến tháng 4 năm 2014. Thêm vào đó, việc nghiên cứu cho một nước cụ thể ở khu vực Châu Á vẫn chưa nhiều đặc biệt chưa có một nghiên cứu chuyên sâu và khái quát hoá

tại Việt Nam. Trong khi để đo biến sự phát triển TTCK ở Việt Nam nói chung các nhà nghiên cứu trước đó thường lấy chỉ số Vn-Index vào cuối giai đoạn hoặc đợt 3 của mỗi ngày hoặc tính tỉ suất tăng hoặc giảm của Vn-index sau một giai đoạn, tính tỷ suất sinh lợi hoặc lấy đại diện biến vốn hoá thị trường trên GDP để đo lường sự phát triển TTCK là chưa chính xác và chưa phản ánh đầy đủ, kích cỡ, chiều sâu và tính thanh khoản của thị trường.

1.1.4. Những điểm kế thừa và hướng đi cho nghiên cứu của Tác giả

Như vậy thông qua các nghiên cứu trong và ngoài nước đã khẳng định mức độ ngày càng quan trọng của TTCK đối với đời sống kinh tế của mỗi quốc gia. TTCK có đặc điểm tuân theo các bước ngẫu nhiên và bản chất hướng đến tương lai. Do đó cần chú trọng đến mối quan hệ dài hạn hơn là ngắn hạn. TTCK với các loại chi phí thông tin và giao dịch thông qua các vai trò quan trọng của mình như là công cụ điều hòa vốn cho nền kinh tế, huy động nguồn tiết kiệm để đầu tư, đảm bảo tính thanh khoản cho các loại chứng khoán của NĐT, đa dạng hóa kênh đầu tư; thúc đẩy cổ phần hóa DNNN, giúp phân bổ nguồn lực tốt hơn sẽ ảnh hưởng đến các kênh của sự phát triển như tích lũy tư bản và đổi mới kỹ thuật từ đó ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế [98, trang 325]. Hay nói một cách khác, việc ra đời các Sở giao dịch chứng khoán sẽ kích thích cho tăng trưởng kinh tế bởi việc gia tăng tính thanh khoản cho các loại tài sản tài chính, đa dạng hóa các loại rủi ro cho NĐT, khuyến khích quyết định đầu tư khôn ngoan dựa vào nguồn thông tin sẵn có, quản trị doanh nghiệp sẽ tốt hơn vì lợi ích của cổ đông, tạo kênh truyền dẫn tiết kiệm trong dân cư đầu tư vào doanh nghiệp thông qua việc mua bán chứng khoán. Tuy nhiên, mối quan hệ này sẽ diễn ra như thế nào? Các yếu tố nào tác động chính vào mối quan hệ? Biến đo lường chính của sự phát triển TTCK sẽ là biến nào? Luận án xin trình bày những điểm kế thừa và hướng đi tiếp theo như sau:

Thứ nhất, các nghiên cứu trước đã sử dụng đa dạng các nhóm biến khi xem xét mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK. Có các nhóm biến trong hàm số tăng trưởng kinh tế bao gồm các biến số vĩ mô như lạm phát, chi tiêu chính phủ, đầu tư trên GDP, nguồn cung tiền trên GDP, đầu tư trực tiếp nước ngoài, tỷ giá hối đoái, lãi suất, tổng giá trị xuất nhập khẩu trên GDP... Các biến số chỉ sự phát triển

TTCK cũng đa dạng nhiều biến số : biến số đo kích cỡ thông qua tỷ lệ vốn hóa trên GDP, biến số đo tính thanh khoản được đo bằng tỷ lệ giá trị giao dịch trên GDP hoặc tỷ lệ giá trị giao dịch trên vốn hóa thị trường, mức độ tập trung của các hãng dẫn đầu thị trường, mức độ hội nhập của TTCK một nước so với khu vực và thế giới...Tác giả nhận thấy vai trò tạo vốn và luân chuyển vốn cho nền kinh tế bao trùm xuyên suốt mối quan hệ này, trong đó có các yếu tố tác động mạnh nhất và rõ ràng nhất trong yếu tố vĩ mô là tỷ lệ tổng đầu tư trên GDP, nguồn cung tiền trên GDP, lạm phát. Đối với nhóm biến thể hiện sự phát triển TTCK được các nghiên cứu trước đo lường phổ quát nhất đều tán thành ở hai biến đo kích cỡ và đo tính thanh khoản của TTCK ở quốc gia đó sẽ như thế nào? Các nghiên cứu về lĩnh vực này ở nước ngoài và trong nước cũng không sử dụng các nhóm biến trong hàm tăng trưởng cổ điển như : vốn, lao động, tiến bộ công nghệ ... khi xây dựng các biến cấu thành trong hàm tăng trưởng kinh tế. Mục đích của nghiên cứu này cũng không đi tìm các yếu tố truyền thống trong hàm tăng trưởng, mục đích của nghiên cứu là đi tìm mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK ứng dụng trong điều kiện Việt Nam.

Thứ hai, nhiều nhà nghiên cứu ở nước ngoài sử dụng mô hình vector hiệu chỉnh sai số VECM để đo lường mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển thị trường chứng khoán gồm Felix Fofana N'Zue (2004), Charles Amo Yartey và Charles Komla Adjasi (2006), Syrya Bahadur G.C. (2006), Rama K.Agrawalla và S.K.Tuteja (2007), nhóm tác giả Boopen Seetanah, Rojid Sawkut, Vinesh Sannasee và Binesh Seetanah (2007), TMing-Hua Liu và Keshab M.Shrestha (2008), Ita Joseph John, Cornelius M.Ojong và Emmanuel Sebastian Akpan (2010). Lợi ích của mô hình VECM có thể kể đến: (i) Đây là mô hình tiện dụng để đo lường hiệu chỉnh từ sự mất cân bằng trong giai đoạn trước, hữu ích cho việc ngụ ý chính sách kinh tế đặc biệt phù hợp với việc nghiên cứu mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK bởi bản chất xuyên suốt bị tác động từ quá khứ dẫn đến hiện tại và tương lai của TTCK; (ii) Khi xem xét mô hình này chuỗi dữ liệu thời gian dừng và các biến đồng liên kết do đó giới hạn được xu hướng sai số cộng dồn dẫn đến hồi qui giả mạo, làm méo mó mối quan hệ; (iii) Phương pháp này dễ dàng thích hợp chuỗi dữ liệu có sẵn từ tổng quát đến cụ thể của mô hình kinh tế lượng, đơn giản trong sử dụng và đạt tính tin

cây cao; (iv) Lợi ích quan trọng nhất là thuật ngữ sai số mất cân bằng là biến dừng để các biến nghiên cứu đồng liên kết, do đó mô hình VECM có một ngụ ý quan trọng là nếu các biến nghiên cứu đồng liên kết ngụ ý có một vài tiến trình điều chỉnh để ngăn chặn những sai số trong mối quan hệ dài hạn có thể trở nên rộng và phức tạp hơn [69, trang 339]. Mặt khác, sau khi sử dụng mô hình VECM sẽ tiến hành kiểm định nhân quả Granger. Kiểm định này được tất cả các tác giả nước ngoài sử dụng và các tác giả Việt Nam chỉ sử dụng kiểm định Granger này khi xem xét mối quan hệ bao gồm có Nguyễn Phong Châu (1996), Võ Thị Hà Hạnh (2010), Trần Văn Hoàng và Tống Bảo Trân (2014). Các nhà nghiên cứu ở nước ngoài đã xem xét tăng trưởng kinh tế là một hàm số gồm nhiều biến số, trong đó biến quan trọng là sự phát triển TTCK. Bên cạnh đó, biến sự phát triển TTCK cũng được xem là một hàm số gồm nhiều biến số bên trong, biến số quan trọng nhất là tăng trưởng kinh tế. Các nhóm biến bao gồm trong hai mô hình này được đo giống nhau cho cả hai hàm số. *Như vậy*, về phương pháp nghiên cứu, tác giả học hỏi mô hình vector hiệu chỉnh sai số VECM (một dạng mở rộng của mô hình ECM) bởi mô hình này sẽ giải quyết rất tốt khi các biến khó xác định ngoại sinh và nội sinh, nghiên cứu này nhằm lượng hoá mối quan hệ nhân quả giữa sự phát triển của thị trường chứng khoán và nền kinh tế thông qua hệ thống những biến được chọn trong mô hình VECM và kiểm định nhân quả Granger. Chắc có lẽ chúng ta điều nhìn nhận mối quan hệ này là có thật nhưng ở Việt Nam chưa thực sự có nhiều nhà nghiên cứu muốn định lượng, sử dụng các kiểm định thống kê để khám phá mối quan hệ này, trong đó xác định yếu tố nào ảnh hưởng tốt hay không tốt tới sự phát triển của nền kinh tế nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng. Dựa trên việc xem xét biến tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK sẽ di chuyển cùng nhau trong ngắn và dài hạn như thế nào. Xét về mô hình nghiên cứu thông qua các lý thuyết và mô hình nền tảng của các tác giả và nhóm tác giả đã nghiên cứu trước đó, một trong các những mục tiêu quan trọng của luận án là định hướng cho các nghiên cứu tiếp theo. Trên quan điểm kế thừa những nghiên cứu trước đó, tác giả đã thấy được vai trò lớn nhất của TTCK là huy động nguồn vốn nhân rồi trong dân cư thông qua việc đầu tư chứng khoán để giúp các công ty kinh doanh có nguồn vốn với giá hợp lý và đa dạng phục vụ cho các dự án kinh doanh của mình. Khi các công ty trong nền kinh tế

trở nên khỏe mạnh, làm ăn phát đạt thì nền kinh tế đặc biệt là tốc độ tăng trưởng kinh tế sẽ nằm ở mức tốt. Trên cơ sở xem xét quan điểm về nguồn vốn đóng góp cho tăng trưởng ở mức độ nào thông qua việc thu hút trên TTCK, sự ảnh hưởng của mức tổng đầu tư và nguồn cung tiền sẽ ảnh hưởng như thế nào đối với tăng trưởng kinh tế, nguồn vốn được luân chuyển giữa TTCK và đóng góp cho tăng trưởng kinh tế thông qua kênh tác động từ TTCK.

Thứ ba, các mô hình nghiên cứu cụ thể đã làm nền tảng kế thừa cho nghiên cứu của tác giả bao gồm 9 mô hình chính. Cụ thể như sau:

Một là về mô hình của Levine và Zervos (1996) là những nhà nghiên cứu tiên phong làm rõ mối quan hệ này, hàm số về mối quan hệ được đưa ra như sau:

$$Growth_t = \alpha X_t + \beta STOCK_t + \mu_t$$

Trong đó, $Growth_t$ là tăng trưởng kinh tế. X_t bao gồm các biến chỉ tiêu của chính phủ, đầu tư công cộng, trợ giúp phát triển công cộng, đầu tư trực tiếp nước ngoài, lạm phát, $STOCK_t$ thể hiện cho chỉ số phát triển của TTCK, μ_t là sai số, α , β là thông số chưa biết sẽ được ước đoán. Levine và Zervos (1996) đề xuất công thức này sẽ đánh giá sự phát triển thị trường chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế trong dài hạn. Nghiên cứu đã kết luận được GDP có quan hệ tích cực đến đầu tư công, chi tiêu công, trợ giúp phát triển công cộng, đầu tư trực tiếp nước ngoài và chỉ số phát triển TTCK.

Hai là về mô hình của Griffin (1998) cho rằng để đánh giá TTCK chúng ta cần đánh giá thêm kích cỡ, chiều sâu, tính thanh khoản của các loại cổ phiếu có mặt trên thị trường. Vì vậy ông đề nghị thêm ba biến mới vào mô hình của Levine và Zervos để làm rõ thêm cho nhân tố ảnh hưởng đến TTCK.

$$Growth_t = \alpha X_t + \beta_1 MCap_t + \beta_2 Liquid_t + \beta_3 Conc_t + \mu_t$$

Trong đó, $Growth_t$ và X_t cũng được xác định như trên, $MCap_t$ là tỷ lệ vốn hóa thị trường (Market capitalization ratio), $Liquid_t$ là tính thanh khoản (liquidity ratio), $Conc_t$ là mức độ tập trung tư bản của 4 hãng dẫn đầu thị trường (Four-firm concentration ratio).

Ba là về mô hình của F'elix Fofana N'Zu' (2004) phát triển từ mô hình 1,2,3 để sử dụng mô hình vector hiệu chỉnh sai số VECM như sau:

$$\begin{aligned}\Delta Growth_t = & \delta_0 + \sum_{i=1}^{n1} \delta_{1i} \Delta Growth_{t-i} + \sum_{i=1}^{n2} \delta_{2i} \Delta STOCK_{t-i} + \\ & \sum_{i=1}^{n3} \delta_{3i} \Delta INV_{t-i} + \sum_{i=1}^{n4} \delta_{4i} \Delta AID_{t-i} + \sum_{i=1}^{n5} \delta_{5i} \Delta EXP_{t-i} + \\ & \sum_{i=1}^{n6} \delta_{6i} \Delta FDI_{t-i} + \lambda_1 ECM_{t-1} + \varepsilon_t\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\Delta STOCK_t = & \gamma_0 + \sum_{i=1}^{n1} \gamma_{1i} \Delta STOCK_{t-i} + \sum_{i=1}^{n2} \gamma_{2i} \Delta Growth_{t-i} + \\ & \sum_{i=1}^{n3} \gamma_{3i} \Delta INV_{t-i} + \sum_{i=1}^{n4} \gamma_{4i} \Delta AID_{t-i} + \sum_{i=1}^{n5} \gamma_{5i} \Delta EXP_{t-i} + \\ & \sum_{i=1}^{n6} \gamma_{6i} \Delta FDI_{t-i} + \lambda_2 ECM_{t-1} + \varepsilon_t\end{aligned}$$

Trong đó, ECM là thuật ngữ hiệu chỉnh sai số, INV là biến tỉ lệ đầu tư, FDI là đầu tư trực tiếp nước ngoài, EXP là chi tiêu công, AID là chi phí trợ giúp phát triển công cộng, INF là lạm phát.

Bốn là về mô hình của Hamid Mohtadi and Sumit Agarwal (2001): tỷ lệ vốn hóa thị trường MCR , tỷ lệ tổng giá trị cổ phần STR , tốc độ luân chuyển cổ phiếu TR , tăng trưởng ($Growth$), đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI , đầu tư (INV), tỷ lệ học sinh nhập học cấp 2 SE (Secondary school Enrollment):

$$\begin{aligned}Growth_{it} = & \alpha_i + \rho Growth_{it-1} + \theta_1(MCR_{it}) + \theta_2(STR_{it}) + \theta_3(TR_{it}) + \\ & \Phi_1(INV_{it}) + \phi_2(FDI_{it}) + \phi_3(SE_{it}) + \varepsilon_{it}\end{aligned}$$

Năm là về mô hình của Haggard và Kaufman (1992) sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian được thu thập để đưa ra mô hình nghiên cứu sử dụng vector hiệu chỉnh sai số để phân tích về mối quan hệ nhân quả:

$$SMI_t = \sum_{j=1}^n SMI_{t-j} + \sum_{j=1}^n ECI_{t-j}$$

$$ECI_t = \sum_{j=1}^n ECI_{t-j} + \sum_{j=1}^n SMI_{t-j}$$

Trong đó, nghiên cứu sử dụng kiểm định nhân quả Granger để kiểm tra mối quan hệ giữa chỉ số phát triển thị trường chứng khoán (SMI) và chỉ số phát triển kinh tế (ECI).

Sáu là về mô hình của TMing- Hua Liu và Keshab M.Shrestha nghiên cứu mối quan hệ giữa các biến số vĩ mô với giá chứng khoán của Trung Quốc. Mô hình nghiên cứu như sau:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 u_i$$

Trong đó, mối quan hệ giữa giá chứng khoán Y và các biến số vĩ mô bao gồm tỷ giá hối đoái (X1:exchange rate) , nguồn cung tiền M2 (X2: Money supply M2), lạm phát (X3:inflation), chỉ số sản xuất công nghiệp IP (X4: Industrial production), và lãi suất (X5: Interest rate) đã kết luận chỉ số sản xuất công nghiệp và nguồn cung tiền M2 có mối quan hệ cùng chiều với giá cổ phiếu. Các biến khác có mối quan hệ nghịch chiều.

Bảy là về mô hình của Ita Joseph John, Cornelius M.Ojong và Emmanuel Sebastian Akpan (2010) đưa ra mô hình nghiên cứu như sau:

$$MKTCGDP = \alpha_0 + \alpha_1 STMKT LIQ + \alpha_2 SAVGDPR + \alpha_3 FDI + \alpha_4 INVRATIO + \mu_t$$

Trong đó, MKTCGDP là tỷ lệ vốn hóa thị trường trên GDP; STMKITIQ là tỷ lệ thanh khoản thị trường chứng khoán; STMKT LIQ là tỷ lệ thanh khoản thị trường chứng khoán; INVRATIO là tỷ lệ đầu tư trên GDP; FDI : đầu tư trực tiếp nước ngoài; μ_t là sai số.

Tám là về mô hình của Rama K.Agrawalla và S.K.Tuteja (2007). Vector đồng liên kết trong mô hình VECM được nhóm tác giả đưa ra như sau:

$$SDI = \alpha_0 + \alpha_1 EGI + \alpha_2 BDI + \mu_t$$

Nhóm tác giả đã sử dụng mô hình hiệu chỉnh sai số. Trong đó, SDI là chỉ số phát triển thị trường chứng khoán được đo bằng cách lấy trung bình của biến vốn hóa thị trường trên GDP, tỷ lệ giá trị giao dịch trên GDP và tốc độ luân chuyển cổ phiếu bằng tổng giá trị giao dịch trên tổng vốn hóa thị trường, EGI là chỉ số tăng trưởng kinh tế,

BDI là chỉ số phát triển ngân hàng được đo bằng tín dụng ngân hàng đối với khu vực thương mại trên GDP và cung tiền trên GDP.

Chín là về mô hình của Damordar (1995) đã gộp lại hệ thống những biến được xác định đồng thời trong một mẫu công thức đồng thời. Do đó hàm số nghiên cứu mối quan hệ nhân quả giữa sự phát triển kinh tế và TTCK được phát triển như sau:

Hàm số phát triển kinh tế:

$$Y_1 = \beta_{10} + \beta_{11}Y_2 + \beta_{12}EXP_t + \beta_{13}FDI_t + \beta_{14}INF_t + u_{1t}$$

Hàm số phát triển của TTCK:

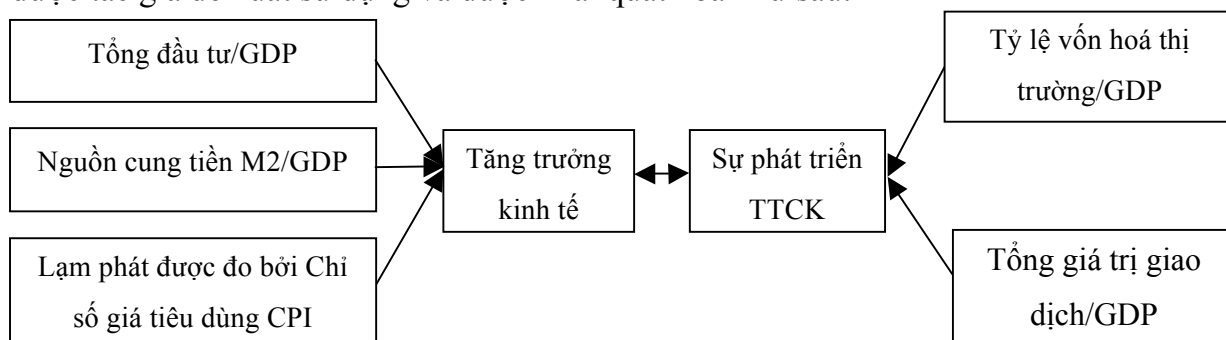
$$Y_2 = \beta_{20} + \beta_{21}Y_1 + \beta_{22}MCap_t + \beta_{23}Liquid_t + \beta_{24}Conc_t + u_{2t}$$

Trong đó, EXP là chi tiêu chính phủ, FDI là đầu tư trực tiếp nước ngoài và INF là lạm phát.

Các nghiên cứu đã sử dụng mô hình hiệu chỉnh sai số bên cạnh phương pháp hồi qui, mẫu công thức đồng thời. Đối với chuỗi dữ liệu thời gian sẽ thực hiện khảo sát tính dừng của chuỗi dữ liệu, tính đồng liên kết, chạy mô hình hiệu chỉnh sai số và kiểm định nhân quả Granger. Riêng các biến số tổng đầu tư/GDP được các tác giả sử dụng gồm: Boopen Seetanah và các cộng sự (2007), Charles K.D. Adjasi, Nicholas B. Biekpe (2006). Biến số nguồn cung tiền M2/GDP: được sử dụng bởi Liu, M-H., & Shrestha, K.M. (2008). Biến số lạm phát được đo bởi chỉ số giá tiêu dùng CPI được sử dụng bởi F'elix Fofana N'Zu' (2004), Griffin (1998), Liu, M-H., & Shrestha, K.M. (2008). Ngoài ra, biến đo sự phát triển TTCK được đo bởi tỷ lệ vốn hoá thị trường/GDP và tổng giá trị giao dịch/GDP được dựa theo phương pháp kết hợp của Demirgiic-Kunt và Levine (1995), Levine và Zervos (1996), Griffin (1998), F'elix Fofana N'Zu' (2004), Rama K.Agrawalla và S.K.Tuteja (2007), Ita Joseph John và các cộng sự (2010), Charles Amo Yartey và các cộng sự (2006), Syrya Bahadur GC (2006). Xét riêng đối với việc xây dựng chỉ số thể hiện sự phát triển của TTCK cần đảm bảo tiêu chí kết nối hai biến để đo độ sâu về kích cỡ, tính thanh khoản của thị trường hàm ý cho biến tổng hợp thể hiện sự phát triển của TTCK Việt Nam (dựa theo phương pháp kết hợp của Demirgiic-Kunt và Levine (1995) [65], Levine và Zervos (1996) [98], Griffin (1998) [76], F'elix Fofana N'Zu' (2004) [74], Rama K.Agrawalla

và S.K.Tuteja (2007) [115], Ita Joseph John và các cộng sự (2010) [86], Charles Amo Yartey và các cộng sự (2006) [62], Syrya Bahadur GC (2006) [126]. Xét theo căn cứ để chọn các biến cấu thành trong hàm tăng trưởng trong mối quan hệ với TTCK bao gồm các biến tổng đầu tư trên GDP, nguồn cung tiền M2 trên GDP, lạm phát được thể hiện qua chỉ số giá tiêu dùng CPI, và các biến thể hiện sự phát triển TTCK bao gồm tổng giá trị giao dịch trên GDP, tổng giá trị vốn hoá trên GDP. Nếu tăng trưởng kinh tế được xem xét như sự tăng trưởng bền vững của GDP trong một giai đoạn thời gian, theo lý thuyết tăng trưởng truyền thống có hai quan điểm được xem xét: (i) Lý thuyết tân cổ điển cho rằng sự gia tăng dân số, tiến bộ công nghệ, tích lũy vốn được xác định thông qua tỷ số vốn trên lao động là những nhân tố chính của hàm tăng trưởng [25]; (ii) Lý thuyết tăng trưởng Keynes tập trung vai trò của đầu tư và tiết kiệm như một thành phần của cầu và việc tích trữ nguồn vốn. Theo Keynes cũng cho rằng hệ thống tài chính tín dụng và lưu thông tiền tệ có vai trò quan trọng trong kích thích lòng tin, tính tích cực và đầu tư của các nhà kinh doanh. Nhà nước có thể đưa thêm tiền vào lưu thông để giảm lãi suất cho vay, khuyến khích nhà kinh doanh mở rộng qui mô đầu tư, kiểm soát lạm phát, mở rộng nhiều hình thức đầu tư, đầu tư vào lĩnh vực nào cũng tốt để tạo nhiều việc làm và mang lại thu nhập (Pearce, 1986) [134]. TTCK bản chất góp phần huy động các khoản tiết kiệm để đầu tư từ đó tác động đến tăng trưởng kinh tế. Vì thế TTCK có được xem như nhân tố của tăng trưởng kinh tế. Những biến khác có thể tác động đến tăng trưởng kinh tế chẳng hạn như đầu tư, lạm phát, nguồn cung tiền là những điều kiện cần thiết cho tăng trưởng kinh tế.

Dựa trên quan điểm kế thừa chín mô hình nói trên, mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của TTCK dựa trên mô hình vector hiệu chỉnh sai số VECM được tác giả đề xuất sử dụng và được khái quát hoá như sau:



Nguồn: Tổng hợp và kế thừa từ các nghiên cứu trước đó

Hình 1.3: Mô hình nghiên cứu về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK của tác giả

Mô hình VECM cụ thể của luận án được đề xuất như sau:

$$\begin{aligned}\Delta ECOGROWTH_t = & \beta_0 + \sum_{i=1}^{n1} \beta_{1i} \Delta ECOGROWTH_{t-i} + \sum_{i=1}^{n2} \beta_{2i} \Delta STOCKDEV_{t-i} + \\ & + \sum_{i=1}^{n3} \beta_{3i} \Delta INV GDP_{t-i} + \sum_{i=1}^{n4} \beta_{4i} \Delta MOSUPPLY GDP_{t-i} + \sum_{i=1}^{n5} \beta_{5i} \Delta CPI_{t-i} + \\ & + \gamma_1 ECT_{t-1} + \varepsilon_t\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\Delta STOCKDEV_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^{n1} \alpha_{1i} \Delta STOCKDEV_{t-1} + \sum_{i=1}^{n2} \alpha_{2i} \Delta ECOGROWTH_{t-i} + \\ & + \sum_{i=1}^{n3} \alpha_{3i} \Delta INV GDP_{t-i} + \sum_{i=1}^{n4} \alpha_{4i} \Delta MOSUPPLY GDP_{t-i} + \sum_{i=1}^{n5} \alpha_{5i} \Delta CPI_{t-i} + \\ & + \gamma_2 ECT_{t-1} + \varepsilon_t\end{aligned}$$

Trong trường hợp này ECT_{t-1} chính là thuật ngữ hiệu chỉnh sai số. Hệ số của ECT chứa đựng thông tin liệu giá trị trong quá khứ của những biến có ảnh hưởng đến giá trị hiện tại của những biến nghiên cứu là tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của TTCK. Kích cỡ và ý nghĩa thống kê của hệ số hiệu chỉnh sai số của ECT đo lường khuynh hướng của mỗi biến quay về trạng thái cân bằng. Một hệ số có ý nghĩa thống kê ngụ ý rằng sai số cân bằng trong quá khứ và nó đóng một vai trò quan trọng trong việc xác định kết quả hiện tại. Trong mô hình này biến phụ thuộc có ý định thay đổi giữa t-1 và t. Do đó cũng thay đổi giá trị của biến giải thích giữa t-1 và t cũng là để hiệu chỉnh bất cứ sự mất cân bằng nào tồn tại trong suốt giai đoạn trước. Thuật ngữ hiệu chỉnh sai số sẽ không hợp lý nếu không có độ trễ, điều này ngụ ý thay đổi giữa t-1 và t.

Bảng 1.1: Dấu kỳ vọng của các biến

Ký hiệu	Biến	Dấu kỳ vọng
Biến kinh tế vĩ mô		
ECOGROWTH (%)	Tốc độ tăng trưởng kinh tế	(+)
CPI (%)	Chỉ số giá tiêu dùng CPI	(+)/(-)
INVGDGP (%)	Tổng đầu tư trên GDP	(+)
MOSUPPLYGDP (%)	Nguồn cung tiền M2 trên GDP	(+)
Các biến TTCK		
STOCKDEV (%) được xây dựng dựa trên 1 chỉ số được xây dựng bằng cách lấy trung bình của hai biến số:	Sự phát triển của TTCK	(+)
1. MACAP(%)	Vốn hoá thị trường/GDP	(+)
2. TRADEVA(%)	Tổng giá trị giao dịch/GDP(%)	(+)

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả

Thứ tư, nguyên nhân cho việc lựa chọn các biến được liệt kê cụ thể như sau:

Một là, hướng đi của tác giả chọn biến đầu tư bởi đầu tư có liên quan mật thiết đến các nguồn vốn được tạo ra trên TTCK. Đầu tư cũng được xem là động lực chính của tăng trưởng. Tác giả lựa chọn biến tổng đầu tư trên GDP, được tính toán bằng cách lấy tổng giá trị bằng tiền đầu tư chia cho giá trị bằng tiền GDP hiện hành, đơn vị tính % bởi tổng vốn đầu tư sẽ được phân bổ lần lượt từ tỷ trọng các thành phần kinh tế nhà nước, kinh tế ngoài nhà nước, kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài. Bên cạnh đó, tác giả cũng thấy rằng nó thật sự quan trọng nhất và là trọng tâm tại những nước đang phát triển như Việt Nam. Nếu toàn bộ ngân quỹ đầu tư được thông qua và hướng tích cực đến việc phát triển cơ sở hạ tầng của đất nước, nó có thể ảnh hưởng có ý nghĩa đến tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra mục tiêu của tổng đầu tư còn đầu tư vào việc cải thiện tình hình sức khỏe của người dân, nâng cao trình độ dân trí thông qua đầu tư y tế và

giáo dục...có thể ảnh hưởng đến tổng năng suất của một quốc gia. Lucas (1988) khi nghiên cứu về nguồn lực con người đã kết luận rằng tỷ lệ tăng trưởng sẽ cao hơn nếu đầu tư nhiều hơn vào nguồn lực con người điều này thực hiện tốt bởi một chính sách đầu tư khôn ngoan. Như vậy chính sách của Chính phủ trong việc đầu tư vào trường học và nguồn lực con người có thể gia tăng tăng trưởng kinh tế [114, trang 255-256]. Tương tự, Mankiw và cộng sự (1992) cũng có kết luận tương tự rằng đầu tư nhiều vào cơ sở hạ tầng và nguồn lực con người cũng sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong tương lai [106, trang 408]. Các nhóm tác giả cũng chọn biến này trong mô hình nghiên cứu mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK bao gồm Agarwal Sumit (2001) [47], Charles AmoYartey và các cộng sự (2006) [62], Boopen Seetanah và các cộng sự (2007) [54], Ita Joseph John và Emmanuel Sebastian Akpan (2010) [86]. Bên cạnh đó, Hamid Mohtadi và Agarwal Sumit (2001) đã chứng minh rằng sự phát triển TTCK sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế ở hai kênh trực tiếp và gián tiếp [84]. Về kênh trực tiếp đó là thông qua tính thanh khoản hay tốc độ luân chuyển cổ phiếu. Về kênh gián tiếp, kích cỡ thị trường (tỷ lệ vốn hóa thị trường) ảnh hưởng đến đầu tư, từ đầu tư sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế.

Ngoài ra, TTCK có vai trò đa dạng hóa rủi ro toàn cầu cho các nguồn vốn đầu tư, nên trên thực tế lợi nhuận càng cao thì rủi ro càng cao cho các dự án đầu tư nội địa và quốc tế, phân phối tiết kiệm vào các cơ hội đầu tư hiệu quả hơn (Gursoy và cộng sự, 1998) [79, trang 129].

Hai là, tác giả ủng hộ quan điểm xem xét sự phát triển hệ thống tài chính, trung gian tài chính thường xem xét sự phát triển hệ thống ngân hàng thường thông qua hai biến số xem xét mức tín dụng ngân hàng nội địa trên GDP danh nghĩa hoặc nguồn cung tiền M2 trên GDP. Tác giả chọn biến nguồn cung tiền M2 trên GDP, được tính toán bằng giá trị bằng tiền nguồn cung tiền chia cho giá trị GDP bằng tiền hiện hành, đơn vị tính %. Tác giả chọn biến này bởi biến này đại diện cho tổng lượng tiền mặt và đại diện cho các khoản tiền mà các ngân hàng thương mại gửi tại các ngân hàng trung ương và tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn. Trong lý thuyết về kinh tế học, thực tế đã có nhiều nhà kinh tế học kể cả cổ điển và tân cổ điển đã dùng thuyết số lượng tiền để giải thích nguyên nhân gây ra lạm phát từ tiền tệ. Trong đó nếu cung tiền có sự gia tăng

đến một giá trị nào đó cũng sẽ gây ra việc tăng GDP danh nghĩa. Biến số này trực tiếp đo lường phạm vi của việc cho lưu thông tiền tệ đúng hơn là độ sâu tài chính. Rất cần thiết để tỷ số này gia tăng bởi vì tiến trình lưu thông tiền tệ sẽ gia tăng các trung gian tài chính. Một biện pháp có thể là giảm bớt lượng tiền hoặc tăng lượng tiền đang hoạt động trong lưu thông từ nguồn cung tiền M2 bằng cách tác động chính vào trần lãi suất. Biến này dùng để đo kích cỡ thật của khu vực tài chính. Các nhóm tác giả cũng chọn biến này trong mô hình nghiên cứu mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK bao gồm TMing-Hua Liu & Keshab M.Shrestha (2008) [95], Lê Đạt Chí (2010) [28], Võ Thị Hà Hạnh (2010) [40].

Ba là, tác giả lựa chọn biến lạm phát được giải thích bởi chỉ số giá tiêu dùng CPI bởi lạm phát là việc gia tăng giá cả hàng hoá và dịch vụ trong một giai đoạn thời gian cụ thể, nó được đo lường bằng tỉ lệ phần trăm của sự thay đổi chỉ số giá tiêu dùng. Nguyên nhân gia tăng là do lượng tiền trong lưu thông vượt quá nhu cầu cần thiết, lượng tiền này nhiều hơn số lượng hàng hoá tại một thời điểm, hàng hoá được xem như là thiếu nên giá tăng lên. Từ đó ảnh hưởng đến chi phí đầu vào của doanh nghiệp tăng và sụt giảm lợi nhuận, giá cổ phiếu có xu hướng giảm. Nếu lạm phát tăng thì các chứng khoán có lãi suất cố định trả theo lãi phiếu chỉ được thanh toán theo danh nghĩa, như vậy kém hấp dẫn hơn các tài sản khác. Dẫn đến giá thị trường của các chứng khoán có lãi suất cố định bị giảm và điều này dẫn đến phải tăng lãi cho các chứng khoán đó, phần tăng này sẽ đền bù cho thiệt hại của những người giữ trái phiếu trong tương lai bị ảnh hưởng bởi lạm phát. TMing-Hua Liu & Keshab M.Shrestha (2008) cho rằng giá cả trong dài hạn sẽ ảnh hưởng chính đến tăng trưởng kinh tế nếu tăng trưởng trong nguồn cung tiền cao hơn tỷ lệ tăng trưởng [95, trang 746]. Đối với tất cả các nền kinh tế, điều muốn duy trì tỷ lệ tăng trưởng cao thông qua việc làm thấp tỷ lệ lạm phát. Lạm phát có thể dẫn đến sự không chắc chắn trong lợi nhuận tương lai khi đầu tư vào bất cứ dự án nào, điều này sẽ dẫn đến giai đoạn đầu tư ảm đạm và tăng trưởng kinh tế chậm chạp. Bên cạnh đó, lạm phát có thể làm giảm tính cạnh tranh quốc tế của một quốc gia bởi vì chi phí xuất khẩu quá cao vì thế sẽ ảnh hưởng đến cán cân thanh toán. Và ảnh hưởng đến cả hệ thống thuế khi các bên liên quan phải dẫn đo với quyết định vay hay cho vay tiền của mình [70, trang 7]. Tuy nhiên, lạm phát cũng có

mặt tích cực khi các hãng, để chống lại ảnh hưởng của lạm phát và việc gia tăng mức độ cạnh tranh với đối thủ, họ cố gắng kiểm soát tốt việc phân bổ các nguồn lực trong tổ chức. Vì thế mức độ lạm phát thấp như thế nào là hợp lý sẽ còn phụ thuộc chính vào bản chất và cấu trúc của nền kinh tế và khác nhau ở mỗi quốc gia. Ngoài ra, lạm phát cũng ảnh hưởng đến chứng khoán thông qua việc quyết định tới lợi tức của chứng khoán [59]. Biến số này ảnh hưởng đến lãi suất phi rủi ro và lãi suất chiết khấu, do đó sẽ ảnh hưởng đến giá trị dòng ngân lưu tương lai của doanh nghiệp và trực tiếp thông qua thay đổi trong mức giá và chính sách kiểm soát lạm phát. Nếu lạm phát cao, nền kinh tế bất ổn làm giảm lượng tiền thực lưu thông, làm cầu hàng hoá giảm vì giá gia tăng, chi phí phát hành, chi phí giữ tiền và chi phí đầu tư tăng làm giảm dòng tiền tương lai của doanh nghiệp và làm giảm giá chứng khoán. Các nhóm tác giả cũng chọn biến này trong mô hình nghiên cứu mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK bao gồm TMing-Hua Liu & Keshab M.Shrestha (2008) [95], M.imam Alam và Tanweer Hasan (2003) [101], Lê Đạt Chí (2010) [28], Võ Thị Hà Hạnh (2010) [40].

Xét về mối quan hệ giữa lạm phát, sự phát triển thị trường tài chính, và tăng trưởng kinh tế, các nhà kinh tế đều tán thành tỷ lệ lạm phát cao sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế (Barro, 1991; Fisher, 1993; De Gregorio, 1992) [53], [75], [73]. Trong khi có một số nghiên cứu cho rằng sự phát triển thị trường tài chính sẽ khuyến khích tăng trưởng kinh tế (Atje và Jovanoic ,1993; King và Levine,1993a; Levine và Zervos, 1998) [50], [92], [99]. Tác động có hại của lạm phát vào tăng trưởng kinh tế sẽ gia tăng do làm suy yếu khả năng của tổ chức tài chính để phân phối quỹ và quản lý dự án hiệu quả (Azariadis và Smith,1996; Choi và cộng sự, 1996; Huybens và Smith, 1998; Bose, 2002) [51], [64], [83], [59]. Do đó muốn giảm tác động ngược của lạm phát vào tăng trưởng kinh tế trong môi trường lạm phát cao chỉ khi trung gian tài chính cải thiện nỗ lực của họ trong thu thập thông tin, phân phối quỹ và điều khiển các dự án [58, trang 412].

Ở các nước phát triển, Chính phủ cố gắng để làm giảm tỷ lệ lạm phát, những nước này khá nhạy cảm với lạm phát, trong nhiệm vụ dài hạn của Chính phủ luôn cố gắng đạt được và duy trì tỷ lệ lạm phát thấp [58]. Ở các nước đang phát triển, tỷ lệ lạm phát

thấp có thể dẫn đến tác động tiêu cực mạnh mẽ cho tăng trưởng kinh tế do đó Chính phủ không cần nỗ lực để làm tỷ lệ lạm phát đến 0% bởi lạm phát một con số ở ngưỡng phù hợp không làm nguy hại mà còn thúc đẩy tăng trưởng kinh tế [70, trang 13].

Một số nghiên cứu đã chứng minh trong môi trường lạm phát cao, hệ thống tài chính sẽ không thực hiện chức năng tốt, có ít khả năng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế hơn là môi trường có tỷ lệ lạm phát thấp. Lạm phát ảnh hưởng đến tăng trưởng thông qua tác động của nó với điều kiện thị trường tài chính. Rousseau và Wachtel (2002) tìm thấy tác động tích cực của TTTC vào tăng trưởng sẽ bị yếu đi khi lạm phát vượt ngưỡng giữa 13%-25% [121, trang 779]. Lạm phát ảnh hưởng đến mối quan hệ TTTC-tăng trưởng ở hai kênh: kênh tích lũy tư bản và kênh năng suất. Barro (1995) đã nghiên cứu tác động tiêu cực của lạm phát vào tỷ lệ đầu tư trên GDP đã chứng minh có sự tồn tại kênh tích lũy tư bản [58]. McClain và Nocholas (1994) cho rằng số lượng dự án đầu tư có quan hệ thuận chiều với lạm phát [103]. Khi tỷ lệ lạm phát cao, tài sản tiền bị hao mòn và sẽ có sự không chắc chắn đáng kể về giá tương lai và lãi suất tiền gửi [59, trang 413]. Trong luận án, lạm phát được đo bằng chỉ số giá tiêu dùng, đơn vị tính %. Trong đó, cách tính CPI được liệt kê chi tiết như sau:

$$CPI_t = 100 * \frac{\text{Chi phí để mua giỏ hàng hoá thời kỳ } t}{\text{Chi phí để mua giỏ hàng hoá kỳ cơ sở}}$$

Số liệu CPI được thu thập ở Tổng cục thống kê Việt Nam, quyền số được xác định để tính CPI vào năm cơ sở năm 2000.

Bốn là, ở Việt Nam khi đo biến TTCK, hầu hết đều sử dụng điểm VNIndex hay tốc độ tăng/giảm của VNIndex. Tuy nhiên, quan điểm này chưa thực sự dựa trên quan điểm khoa học. Vì thế, biến sự phát triển của TTCK cần được xây dựng dựa trên sự trung bình hoá của 2 biến số tỷ lệ vốn hoá thị trường/GDP, tính thanh khoản được đo bằng tổng giá trị giao dịch trên GDP bởi vì để phản ánh sự phát triển của TTCK tác giả cần đo lường kích cỡ, chiều sâu và tính thanh khoản của nó thông qua việc phụ thuộc vào các biến giải thích. McKinnon (1991) trong tác phẩm “*The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*” đề cập đến

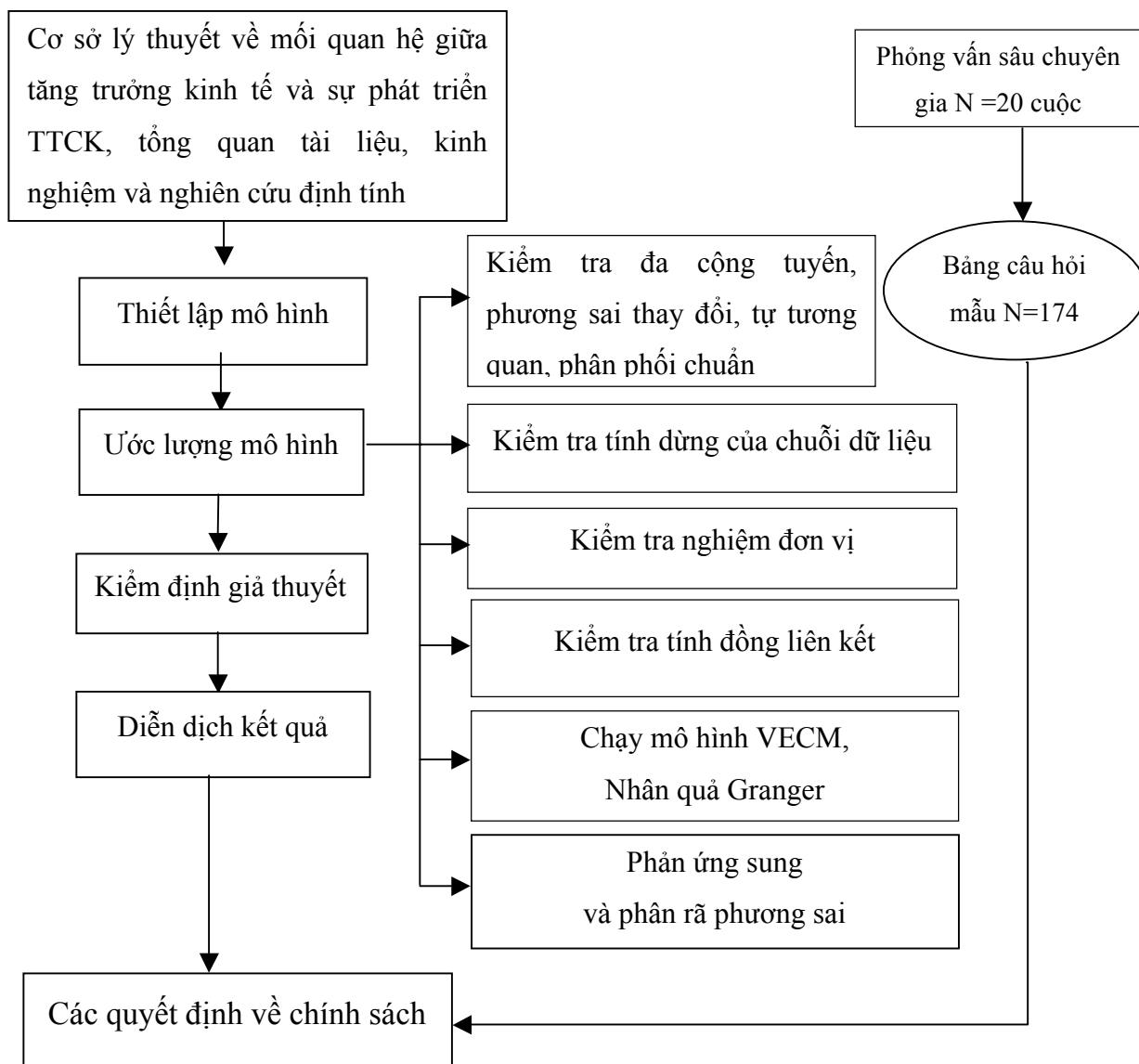
thuật ngữ “*phát triển tài chính theo chiều sâu*”, theo đó phát triển tài chính theo chiều sâu là sự gia tăng tỷ lệ giá trị các tài sản tài chính so với GDP.

Vì thế với mong muốn được đóng góp và hệ thống hoá kiến thức và những nghiên cứu về lĩnh vực này và khám phá cách thức cũng như quy trình để xây dựng và tìm hiểu về mối quan hệ nhân quả giữa hai yếu tố vốn dĩ có liên quan mật thiết với nhau nên tác giả muốn đề xuất hướng nghiên cứu như trên. Nhờ khái quát hoá được hệ thống phương pháp nghiên cứu từ các nghiên cứu đi trước, tác giả đã chọn phương pháp nghiên cứu có độ tin cậy cao là mô hình vector hiệu chỉnh sai số và tin tưởng khi sử dụng các kiểm định để kiểm chứng các giả thuyết của luận án.

Tóm lại, thông qua việc hệ thống hoá và khái quát hoá các nghiên cứu trong và ngoài nước về mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế đặt trong mối quan hệ với TTCK trong và ngoài nước. Tác giả đã xác định được khoảng trống cho nghiên cứu của tác giả là ở Việt Nam thực sự chưa có nhiều nghiên cứu về mối quan hệ nhân quả giữa hai biến số quan trọng này trong đó biến sự phát triển TTCK được xây dựng tổng hợp các biến đo lường kích cỡ và tính thanh khoản của thị trường. Điều này tạo niềm tin cho Tác giả trong những bước đi tiếp theo khi thực hiện luận án nghiên cứu của mình.

1.2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Khi có được một nền tảng lý thuyết kinh tế vững chắc, trên cơ sở nghiên cứu các tác giả, học giả, nhà nghiên cứu trước đó là tiền đề quan trọng để một nghiên cứu đi đúng hướng. Từ đó, tác giả thiết lập mô hình, ước lượng mô hình, kiểm định giả thuyết nghiên cứu, diễn dịch kết quả, thiết lập lại mô hình cho phù hợp và đề xuất các quyết định về chính sách (*chi tiết tại hình 1.4*). Vì vậy ở phần này của luận án là muốn khái quát các bước thực hiện nghiên cứu của luận án như sau:



Nguồn: Thiết kế nghiên cứu của tác giả

Hình 1.4: Sơ đồ các bước thực hiện nghiên cứu

1.2.1. Câu hỏi nghiên cứu

Dựa trên mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu, luận án đặt ra 5 câu hỏi nghiên cứu chính, cụ thể:

Câu hỏi 1: Có hay không mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế với sự phát triển thị trường chứng khoán và hệ thống các biến vĩ mô được chọn bao gồm tổng đầu tư trên GDP, chỉ số giá tiêu dùng CPI, nguồn cung tiền M2 trên GDP?

Câu hỏi 2: Có hay không mối quan hệ giữa sự phát triển thị trường chứng khoán với tăng trưởng kinh tế GDP và hệ thống các biến vĩ mô được chọn bao gồm tổng đầu tư trên GDP, chỉ số giá tiêu dùng CPI, nguồn cung tiền M2 trên GDP?

Câu hỏi 3: Tác động nhân quả của mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK và các biến vĩ mô được chọn sẽ ra sao ở Việt Nam ?

Câu hỏi 4: Mức độ tác động của các yếu tố đến tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK Việt Nam sẽ như thế nào?

Câu hỏi 5: Mức độ đóng góp của sự phát triển TTCK và các biến vĩ mô được chọn đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam ở mức độ nào?

1.2.2. Phương pháp nghiên cứu

1.2.2.1. Phương pháp định tính

Luận án sử dụng các phương pháp định tính cụ thể bao gồm phỏng vấn sâu các chuyên gia và thực hiện khảo sát nhóm các nhà quản lý bao gồm những nhà quản lý của các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư, Sở Giao Dịch Chứng Khoán Hà Nội và TP.HCM, ngân hàng đầu tư, công ty tài chính...và khảo sát các công ty phát hành cổ phiếu với đối tượng cụ thể là giám đốc công ty, các vị trí quản lý tại công ty, kế toán trưởng hay giám đốc tài chính. Nội dung cụ thể như sau:

a. Phỏng vấn sâu các chuyên gia

Nhằm đánh giá thực trạng hoạt động thị trường cũng như những khó khăn gặp phải, xem xét mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK. Mục tiêu làm rõ hơn mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK, tác giả thực hiện nghiên cứu định tính thông qua việc thực hiện khảo sát và phỏng vấn các nhóm đối tượng sau:

- Nhóm các nhà quản lý

Lãnh đạo và cán bộ quản lý các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, Sở Giao Dịch Chứng Khoán Hà Nội và TP.HCM, ngân hàng đầu tư, công ty tài chính...Đối với nhóm cán bộ quản lý, tác giả tiến hành phỏng vấn sâu lãnh đạo các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, một số cán bộ quản lý ở Sở Giao Dịch Chứng Khoán, ngân hàng đầu tư, và công ty tài chính. Tổng cộng 20 cuộc, có thu âm. Sau khi phỏng vấn sâu cán bộ quản lý điền bảng khảo sát.

- Quá trình phỏng vấn cụ thể như sau:

Người phỏng vấn: “Xin chào Ông (Bà/anh/chị) đến với buổi phỏng vấn này. Tôi viết bảng mô tả này để kính mời Quý Ông/Bà tham gia vào công trình nghiên cứu của Tôi. Nghiên cứu này nhằm tập trung vào việc xem xét mối quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK Việt Nam nhằm xin ý kiến từ Quý Ông/Bà về các nội dung như: vai trò của TTCK đối với tăng trưởng kinh tế, xem xét thực trạng hoạt động của Quý Ông/Bà cũng như những thuận lợi và khó khăn Ông/Bà gặp phải trong quá trình thực hiện công việc thường ngày tại cơ quan (Công ty chứng khoán/Quỹ đầu tư/Sở giao dịch chứng khoán/ Ủy Ban chứng khoán Nhà Nước). Việc nghiên cứu cũng nhằm tìm ra các giải pháp và ý kiến đề xuất của Quý Ông/Bà nhằm định hướng phát triển TTCK trong thời gian tới để TTCK có thể cung cấp nguồn vốn thiết yếu cho tăng trưởng và phát triển kinh tế đất nước.

Trong khi phỏng vấn, Ông/Bà sẽ nhận được một số câu hỏi liên quan đến chủ đề nói trên. Việc tham gia nghiên cứu dựa trên tinh thần tự nguyện. Quý Ông/Bà sẽ không phải cung cấp thông tin liên quan cá nhân có thể nhận diện ra Ông/Bà. Quý Ông/Bà có quyền từ chối trả lời các thông tin nhạy cảm liên quan đến cơ quan nơi Ông/Bà làm việc. Ngoài ra, người nghiên cứu sẽ bảo mật các thông tin liên quan đến Ông/Bà. Trong một số trường hợp cần thiết cần thể hiện tên tuổi và chức vụ của Quý Ông/Bà. Người nghiên cứu sẽ hỏi ý kiến trước của Quý Ông/Bà. Nếu được chấp thuận mới được sử dụng, còn không sẽ ẩn danh. Trong quá trình xử lý dữ liệu, người nghiên cứu sẽ không để lọt bất cứ thông tin nào liên quan đến Ông/bà, thông tin sẽ được lưu trữ cẩn thận trong máy tính cá nhân của người nghiên cứu. Nếu vì một nguyên nhân nào đó, Quý Ông/Bà muốn rút khỏi nghiên cứu hoặc xin rút các thông tin đã qua phỏng vấn, Quý Ông/Bà sẽ làm điều đó mà không gặp bất cứ khó khăn hay trở ngại nào”.

Bảng 1.2: Bảng hướng dẫn phỏng vấn

Nội dung	Câu hỏi điển hình
Mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK Việt Nam	1. Theo Ông/Bà có mối quan hệ qua lại giữa sự phát triển của TTCK và tăng trưởng kinh tế hay không?
	2. Nếu có mối quan hệ như trong câu 1, Ông/Bà đánh giá mối quan hệ này là: thuận chiều, nghịch chiều, hai chiều?
	3. Theo Ông/Bà tác động TTCK lên tăng trưởng kinh tế, tác động của tăng trưởng kinh tế lên TTCK sẽ được hiểu như thế nào?
Đánh giá vai trò của TTCK đối với tăng trưởng kinh tế	Ông/Bà đánh giá vai trò gì của TTCK sẽ đóng góp cho tăng trưởng kinh tế?
Đánh giá thực trạng hoạt động	Ông/Bà đánh giá thực trạng hoạt động của TTCK hiện nay?
	Ông/Bà vui lòng liệt kê những khó khăn của riêng Ông/Bà trong hoạt động ngành chứng khoán liên quan đến cơ quan Ông/Bà đang làm hoặc các cấp quản lý và điều hành vĩ mô của Nhà nước.
Đánh giá giải pháp phát triển TTCK	Đề xuất ý kiến của Ông/Bà để phát triển TTCK ổn định trong thời gian tới đóng góp cho tăng trưởng kinh tế Việt Nam.

Nguồn: Thiết kế câu hỏi của Tác giả

Ở Việt Nam, phương pháp nghiên cứu định tính liên quan đến chủ đề này, tác giả đã chưa tìm thấy. Vì vậy, các câu hỏi được lựa chọn đưa vào bảng câu hỏi này được đưa ra là dựa vào những thắc mắc, trăn trở của tác giả về lĩnh vực nghiên cứu và từ ý kiến tư vấn của chuyên gia trong cùng lĩnh vực. Các thông tin cơ bản của bảng câu hỏi bao gồm: giới thiệu người phỏng vấn, mô tả công trình nghiên cứu trong đó nhấn mạnh mục đích, thời gian tham gia phỏng vấn, tính bảo mật thông tin phỏng vấn cũng như những hướng dẫn trả lời, nghề nghiệp của người được phỏng vấn, số năm kinh nghiệm trong lĩnh vực chứng khoán. Lý do chủ yếu lựa chọn các đối tượng trên để phỏng vấn là do TTCK chứa đựng mối quan hệ các bên liên quan đa dạng. Cuộc phỏng vấn được tiến hành theo lịch hẹn với người được phỏng vấn đến địa điểm người được phỏng vấn thuận tiện. Người điều khiển phỏng vấn có vai trò định hướng cho cuộc thảo luận đi theo đúng hướng để đạt được mục tiêu đề ra, không can thiệp sâu vào câu trả lời của người được hỏi, không đưa ra nhận xét, đánh giá, phê bình gì cho câu trả lời. Toàn bộ quá trình phỏng vấn được ghi chép lại và có thu âm để đảm bảo nội dung không có sai sót. Người điều khiển phỏng vấn sử dụng bảng hướng dẫn phỏng vấn bán cấu trúc gồm các câu hỏi mở để kích thích và hướng người được phỏng vấn được trả lời tự nhiên theo ý kiến của mình.

b. Thu thập dữ liệu thông qua khảo sát bảng câu hỏi

Mục tiêu của việc nghiên cứu thông qua bảng câu hỏi là phương pháp định tính giúp cho việc nhận dạng mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế rõ ràng hơn, giúp việc xác định các nhóm vai trò chủ đạo của TTCK đóng góp cho tăng trưởng và các giải pháp đề xuất dựa trên nhìn nhận, đánh giá của các cán bộ làm trong ngành. Các câu hỏi được lựa chọn đưa vào bảng câu hỏi được tổng hợp từ các nguồn như: từ ý kiến tư vấn của các chuyên gia, từ tổng quan tài liệu nghiên cứu, nghiên cứu định lượng. Những khó khăn hiện nay công ty/doanh nghiệp Ông/Bà khi muốn huy động vốn qua TTCK là gì?.

Nhóm các chuyên gia và cán bộ chuyên môn là những người có kinh nghiệm làm việc lâu năm trong các công ty chứng khoán, ngân hàng đầu tư, những quỹ đầu tư, Sở Giao Dịch chứng khoán TP HCM, Sở Giao Dịch Chứng Khoán Hà Nội, các Quỹ đầu tư. Ngoài ra còn có chuyên gia độc lập nhằm đánh giá mối quan hệ giữa hai biến mục

tiêu nghiên cứu là tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK. Mô tả việc thực hiện bảng khảo sát, tác giả dự định khảo sát khoảng 200 chuyên gia những người có kinh nghiệm làm việc lâu năm trong các công ty chứng khoán, ngân hàng đầu tư, những quỹ đầu tư, Sở Giao Dịch chứng khoán TP HCM, Sở Giao Dịch Chứng Khoán Hà Nội, các Quỹ đầu tư, chuyên gia độc lập, giảng viên giảng dạy và nghiên cứu về thị trường chứng khoán nhằm đánh giá mối quan hệ giữa hai biến mục tiêu nghiên cứu là tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK theo nhận định của các chuyên gia, xem xét thực trạng trong hoạt động của họ ở các tiêu chí: kinh nghiệm, khả năng gắn bó với ngành nghề, mức độ am hiểu về các chiến lược phát triển TTCK của Chính Phủ, các văn bản luật, thực trạng hoạt động kém hiệu quả trong thời gian qua, đánh giá vai trò của TTCK đối với tăng trưởng kinh tế cũng như những ý kiến đề xuất về tái cấu trúc TTCK và giải pháp phát triển TTCK phục vụ tốt nhất cho tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam trong thời gian tới. Phương pháp lấy ý kiến được thực hiện bằng cách phỏng vấn trực tiếp tại Hội nghị thường niên của Sở Giao Dịch chứng khoán TP HCM và Hà Nội, gửi trực tiếp vào email dựa trên sự giới thiệu trong ngành, gửi đến văn phòng làm việc có dán tem và bì thư để gửi khứ hồi. Sau nỗ lực 12 tháng thực hiện từ tháng 1 năm 2013 đến tháng 12 năm 2013 với mục tiêu đạt 200 bảng khảo sát nhưng kết quả nhận được là 174 bảng câu trả lời. Nội dung khảo sát về mối quan hệ giữa sự phát triển TTCK với tăng trưởng kinh tế, đánh giá thực trạng hoạt động của TTCK Việt Nam hiện nay, nội dung cần ưu tiên tái cấu trúc TTCK trong thời gian tới cũng như mong muốn lắng nghe ý kiến của các chuyên gia nhằm đưa ra các giải pháp nhằm phát triển TTCK ổn định trong thời gian tới đóng góp cho tăng trưởng và phát triển kinh tế tại Việt Nam.

c. Thực hiện khảo sát nhóm những nhà quản lý công ty phát hành chứng khoán

- Đối tượng khảo sát cụ thể như sau:

Với mục đích tìm hiểu thực trạng huy động vốn qua TTCK của các công ty phát hành. Từ đó mong muốn lắng nghe các khó khăn của các doanh nghiệp gặp phải khi huy động vốn qua TTCK, ý kiến đóng góp, kiến nghị của doanh nghiệp phát hành, luận án chọn đối tượng phỏng vấn là giám đốc công ty, vị trí quản lý tại công ty, kế

toán trưởng hay giám đốc tài chính. Tổng số công ty phát hành khảo sát gồm 40 công ty. Cách thức thu thập dữ liệu bao gồm việc gặp trực tiếp đối tượng khảo sát hoặc qua gửi thư điện tử thông qua mối quan hệ cá nhân, đồng nghiệp cũ làm tại hội sở công ty chứng khoán ngân hàng Á Châu ACB hoặc thông qua giới thiệu của câu lạc bộ doanh nhân SIYB Thành Phố Hồ Chí Minh- thuộc Phòng Thương Mại và Công Nghiệp Việt Nam VCCI.

- Nội dung khảo sát cụ thể như sau:

Nội dung cụ thể về tên các công ty phát hành, vị trí nghề nghiệp của những người khảo sát, các hình thức huy động vốn doanh nghiệp đã sử dụng bao gồm phát hành trái phiếu/ cổ phiếu, vay qua ngân hàng, huy động vốn từ khách hàng, liên doanh/liên kết trong và ngoài nước, và các hình thức khác. Hình thức huy động được sử dụng nhiều nhất và lý do vì sao lựa chọn hình thức này. Lượng vốn công ty/doanh nghiệp thường huy động một lần qua TTCK, việc chi trả cổ tức/trái tức hàng năm của công ty/tổ chức, đánh giá thực trạng huy động vốn qua TTCK hiện nay với mức độ khó khăn và thuận lợi khi huy động vốn qua TTCK, đề xuất các ý kiến nhằm tăng cường hiệu quả huy động vốn qua TTCK cho công ty/tổ chức trong thời gian tới bao gồm những ý kiến đối với chính Công ty/tổ chức và những kiến nghị đối với cơ quan quản lý nhà nước bao gồm Bộ Tài Chính, Ủy Ban Chứng Khoán Nhà nước, Sở Giao Dịch Chứng Khoán... và kiến nghị các bên liên quan khác như Bộ Tài Chính, Ban thanh tra, Thuế...

Đối với phương pháp định tính, việc tìm hiểu chủ đề về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và TTCK ở Việt Nam như đã đề cập còn khá ít. Có 2 vị trí trong phương pháp nghiên cứu định tính, luận án đã sử dụng thang đo 5 mức độ ở 2 vị trí: (i) Vị trí 1 như trong phụ lục 11 phiếu phỏng vấn về tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK Việt Nam; (ii) Vị trí 2 như trong phụ lục 14, mục số 8 “phiếu phỏng vấn về thực trạng và giải pháp tăng cường hiệu quả việc huy động vốn qua TTCK của các công ty niêm yết“. Việc sử dụng thang đo 5 mức độ được nhà phát minh và tâm lý học Rensis Likert phát minh với nhiều thang đo trong đó việc sử dụng thang đo 5 mức độ (5 Likert scale) nhằm làm thang đo đánh giá, chuyên gia trả lời phỏng vấn sẽ xác định mức độ đồng ý hay bất đồng về một đối xứng đồng ý hay không đồng ý, quy mô cho một loạt các chỉ tiêu được nêu. Cụ thể như sau:

Thứ nhất, ở vị trí 1 phạm vi chụp cường độ của cảm xúc của các chuyên gia khi sử dụng thang đo 5 mức độ được thể hiện trọn vẹn và chi tiết hơn cho việc nghiên cứu các chỉ tiêu về mức độ khó khăn hay không của các công ty niêm yết qua thị trường chứng khoán; tiềm năng và cơ hội để phát triển trong ngành nghề chứng khoán các chuyên gia đã chọn; mức độ đồng ý hay không đồng ý rằng khi TTCK giảm mạnh và kéo dài, Chính phủ đã chỉ đạo nhiều cơ quan quản lý như Bộ Tài Chính, UBCK NN triển khai nhiều giải pháp hiệu quả để cứu nguy cho thị trường; mức độ am hiểu về chiến lược phát triển TTCK giai đoạn 2011-2020, đề án quản lý vốn đầu tư gián tiếp, đề án tái cấu trúc TTCK, đề án xây dựng TTCK phái sinh; mức độ am hiểu về luật chứng khoán; mức độ tán thành hay không khi TTCK có kết quả xấu như thời gian qua là do điều kiện kinh tế vĩ mô trong nước và nước ngoài không thuận lợi, khủng hoảng và hậu khủng hoảng kéo dài; mức độ đồng ý hay không khi các Công Ty chứng khoán, quản lý quỹ có nhiều nhược điểm về quản trị, kiểm soát rủi ro, việc tuân thủ các quy định của pháp luật còn yếu; mức độ tán thành hay không về các văn bản pháp lý, cơ chế chính sách còn chưa theo kịp sự phát triển của thị trường; ý kiến về công tác thanh tra, giám sát, xử lý vi phạm là đủ và chặt chẽ; mức độ đồng ý như thế nào khi hoạt động của TTCK cầm chừng, các chỉ số chứng khoán và khối lượng giao dịch đều sụt giảm, nhiều công ty CK bị thua lỗ.

Thứ hai, ở vị trí 2, luận án muốn lột tả cường độ cảm xúc về mức độ đồng ý hay không một cách trọn vẹn qua TTCK hiện nay của đối tượng khảo sát tại các công ty/ tổ chức phát hành chứng khoán như mức độ đồng ý ra sao đối với khó khăn khi huy động vốn, thực tế công ty có đủ điều kiện để phát hành, mức độ phức tạp về thủ tục và qui định, hiệu quả đầu tư sau huy động, chi phí huy động, việc chi trả cổ tức, mục đích huy động vốn rõ ràng, TTCK là kênh huy động và đầu tư hiệu quả.

Như vậy, với mục đích nhằm đo lường ý kiến của các chuyên gia về thực trạng phát triển TTCK gắn bó và nhận định gắn với công việc hàng ngày của các chuyên gia, thực trạng của các công ty huy động vốn qua TTCK. Qua đó, giúp tác giả có thể đánh giá tổng quát mức độ đồng ý hay không của các chuyên gia, miêu tả toàn vẹn nhất ở quan điểm nào ở trạng thái nào nên tác giả sử dụng thang đo 5 mức độ. Nghiên cứu định tính cùng chủ đề ở Việt Nam, tác giả hiện chưa tìm thấy nên các câu hỏi cũng như

sử dụng thang đo 5 mức độ trong luận án là do tác giả đặt ra dựa trên: (i) Những góp ý và gợi mở khi thực hiện phỏng vấn sâu đối với các chuyên gia; (ii) Những thắc mắc, băn khoăn của tác giả với chủ đề nghiên cứu. Như vậy, với việc bổ sung phương pháp định tính giúp NCS có cách tiếp cận chuyên sâu hơn để hiểu hơn về các chủ thể tham gia thị trường qua đó cùng kết quả định lượng giúp NCS hiểu hơn bản chất mối quan hệ và căn cứ đưa ra giải pháp trong chương 4 có chiều sâu hơn.

Về cách xử lý dữ liệu định tính thì dữ liệu định tính được tập hợp, phân loại, và phân tích sử dụng kỹ thuật phân tích định tính theo nhóm nội dung chuyên đề, sử dụng Google docs trong Google drive để tổng hợp. Tiến trình gồm các bước: (i) Bước 1: Tạo form Google docs trên Google drive bằng tài khoản Google của tác giả. Vì luận án có 2 bảng khảo sát với đối tượng khác nhau trong phụ lục 11 và phụ lục 14 nên được tách thành 2 form với 2 tên gọi khác nhau; (ii) Bước 2: Dựa vào các câu hỏi trong phụ lục 11, phụ lục 14, tác giả chọn mục truy cập menu “ tạo mới”; (iii) Bước 3: Chọn hình thức “form”; (iv) Bước 4: Giao diện tạo câu hỏi mới đối với bảng phụ lục 11 và phụ lục 14. Sau đó, tác giả tiến hành đặt tên/tiêu đề của bảng khảo sát, nội dung câu hỏi, chọn loại câu hỏi, câu hỏi có bắt buộc trả lời hay không. Thêm câu hỏi mới; (v) Bước 5: Sau khi soạn thảo xong các câu hỏi, đóng cửa sổ soạn thảo để quay trở về giao diện chính của Google Docs. Khi đó, bảng khảo sát sẽ được hiển thị trong danh mục file. Lợi ích của việc sử dụng Google Docs trên Google drive cho phép thống kê các kết quả theo các chủ đề, vẽ các loại đồ thị, thể hiện %. Đối với các câu hỏi nhiều ý kiến như câu hỏi 8 và câu hỏi 9 phụ lục 11; câu hỏi 9, câu hỏi 10 và câu hỏi 11 phụ lục 14. Sau khi nhận câu trả lời nếu trực tuyến hệ thống tự ghi nhận và đặt đúng chỗ. Còn các khảo sát nhận được bằng giấy, tác giả tự nhập vào. Tất cả các ý kiến được thu thập theo các chủ đề câu hỏi, mà không sợ bị sót ý. Còn việc các ý khác bị lặp, tác giả chia thành các chủ đề để đặt ý kiến vào đó. Chẳng hạn như câu hỏi 11 ở phụ lục 14 là đề xuất các ý kiến nhằm tăng cường hiệu quả huy động vốn qua TTCK cho công ty/ tổ chức của Ông/Bà trong thời gian tới? NCS nhóm yếu tố đề xuất văn bản, luật chứng khoán rồi gom tất cả các ý liên quan đến nội dung này đặt vào 1 mục cho đồng nhất và logic; hoặc những đề xuất triển khai chứng khoán phái sinh; đề xuất công tác thanh tra thị trường, đề xuất công bố thông tin...cũng sẽ được gom và đặt vào đúng vị trí. Như vậy, các ý kiến không bị sót hoặc bị lặp lại.

Ngoài ra, phần phỏng vấn có đầu âm cũng được thực hiện tương tự, sau khi người được phỏng vấn sắp xếp lịch gặp đến địa điểm thuận tiện cho người được phỏng vấn, tác giả giải thích mục đích cuộc phỏng vấn như phụ lục số 12 và phụ lục 13. Sau đó, cho người phỏng vấn ký vào phụ lục 13. Quá trình phỏng vấn diễn ra theo các nội dung được vạch sẵn xoay quanh việc nhìn nhận mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK sẽ diễn ra như thế nào, thực trạng hoạt động liên quan đến mối quan hệ này và những kiến nghị, giải pháp gắn kết tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK. Trong quá trình phỏng vấn có đầu âm bằng ứng dụng đầu âm trên điện thoại và sổ ghi chép cá nhân. Sau đó, về nhà, tác giả nghe lại và xem lại sổ ghi chép để phân thành những chủ đề lớn để sắp xếp các ý vào từng phần theo từng nội dung cụ thể, ý nào đã xong thì sẽ được gạch bỏ, tránh hiện tượng bị trùng ý, sót ý.

1.2.2.2. Phương pháp định lượng

a. Đặc điểm của chuỗi dữ liệu thời gian và tính dừng của chuỗi dữ liệu

Khi xử lý chuỗi dữ liệu thời gian thật cần thiết để đánh giá chuỗi dữ liệu là dừng hay không dừng vì thế bằng phương pháp hồi qui thông thường một chuỗi dữ liệu không dừng sẽ dẫn đến hiện tượng hồi qui giả mạo do đó các thông số được ước đoán sẽ không chính xác (Engle và Yahoo, 1987). “*Một quá trình ngẫu nhiên được coi là dừng nếu như trung bình và phương sai của nó không đổi theo thời gian và giá trị của đồng phương sai giữa hai thời đoạn chỉ phụ thuộc vào khoảng cách và độ trễ về thời gian giữa hai thời đoạn này chứ không phụ thuộc vào thời điểm thực tế mà đồng phương sai được tính*” [25, trang 15].

Mức độ dừng của chuỗi dữ liệu được kiểm tra thông qua Unit Root Tests đồng thời sử dụng kiểm định Augmented Dickey Fuller (ADF) test được đề xuất bởi Engle và Granger (1987) và dùng kiểm định Phillips-Perron (1988).

Mức độ dừng của chuỗi dữ liệu được kiểm tra thông qua Unit Root Tests đồng thời sử dụng kiểm định ADF test. Để kiểm định ADF test cần ước đoán phương trình hồi qui sau:

$$\Delta y_t = \partial + \lambda_1 y_{t-1} + \lambda_2 t + \sum_{j=1}^n \gamma_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t$$

$$\Delta x_t = \mu + \varphi_1 x_{t-1} + \varphi_2 t + \sum_{j=1}^n \sigma_j \Delta x_{t-j} + \delta_t$$

Trong đó y_t , x_t là chuỗi dữ liệu hiện tại ε_t , δ_t là các hệ số nhiễu trắng t : là một khuynh hướng tuyến tính xác định

Chuỗi dữ liệu không dừng sẽ hiện diện sai số là sự kết nối của những tiến trình sai số cộng dồn. Nếu các biến không dừng sẽ hiện diện sai số gọi là khuynh hướng ngẫu nhiên. Các khuynh hướng ngẫu nhiên sẽ kết nối để sản sinh ra quá trình không dừng khác. Khi các biến này có mối quan hệ sẽ di chuyển cùng nhau và khuynh hướng ngẫu nhiên để giảm tính không dừng và cách hiệu quả để tìm thấy sự hiện diện của cấu trúc kinh tế. Nếu chuỗi dữ liệu gốc không dừng ta tiến hành lấy sai phân bậc 1 hoặc thử các phương pháp khác một cách khoa học để làm chuỗi dữ liệu dừng [70, trang 278-300].

b. Tính đồng liên kết giữa các biến

Sau khi xem xét tính dừng của các biến trong chuỗi dữ liệu thời gian, tiếp đó cần thiết xem xét mối quan hệ đồng liên kết, những chuỗi đồng liên kết di chuyển cùng nhau trong dài hạn theo cùng một tỷ lệ. Tính đồng kết hợp có xu hướng di chuyển cùng nhau, mỗi biến theo một bước ngẫu nhiên ăn khớp nhau. Theo Granger “*một kiểm định về sự đồng kết hợp có thể được coi như một tiên kiểm định để loại bỏ các tình huống hồi qui không xác thực*”. Chúng tuân theo mối quan hệ cân bằng trong dài hạn. Đây là mối quan hệ mà được hiểu như tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK sẽ hội tụ dựa vào một vài giá trị trong dài hạn (Davidson và Mackinnon, 1993, p.716). Tính đồng liên kết giúp kết nối tính chất ngắn hạn và dài hạn của những biến trong chuỗi thời gian đã dừng. Mối quan hệ tuyến tính giữa Y_t và X_t được thể hiện:

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_t + u_t \quad (1)$$

Phần dư: $\hat{u}_t = Y_t - \hat{\alpha}_0 - \hat{\alpha}_1 X_t$. Nếu $\hat{u}_t \sim I(0)$ tích hợp tại bậc 0 thì Y_t và X_t là đồng liên kết.

Xu hướng trong các biến nghiên cứu trở nên cân bằng với nhau, nếu kết hợp cùng một bậc sẽ có cùng một bước sóng. Nếu các biến đồng liên kết thì một liên kết tuyến

tính nào cũng sẽ dừng, số dư ut cũng sẽ dừng. Mô hình có n biến độc lập thì sẽ có n thông số đồng liên kết.

Sự kiểm nghiệm tính dừng và đồng liên kết sẽ hỗ trợ mạnh mẽ đến việc xem xét mối quan hệ giữa sự phát triển TTCK và tăng trưởng kinh tế. Nếu không đồng liên kết chứng tỏ rằng tăng trưởng kinh tế thì theo hướng tích cực thậm chí dưới một TTCK dưới mức phát triển. Tính đồng liên kết giữa các biến số gần đây được sử dụng bởi Engle-Granger (1987). Phương pháp này xác định liệu một vector đồng liên kết có tồn tại cái mà tạo ra sai số dừng nhưng nó sẽ chỉ tạo ra một trong số những vector đồng liên kết phức tạp có thể tồn tại. Thực ra phương pháp này không thể tìm thấy hơn 1 vector đồng liên kết, trong tình huống này phải sử dụng phương pháp Johansen & Juselius Maximum Likelihood (1990) [58, trang 312].

d. Mô hình vector hiệu chỉnh sai số VECM

Mô hình vector hiệu chỉnh sai số VECM là một dạng suy rộng của mô hình ECM hay còn gọi là mô hình hiệu chỉnh sai số hoặc gọi là mô hình hiệu chỉnh cân bằng. Đây là mô hình giúp tránh được hiện tượng hồi qui giả mạo. Trước khi đề xuất mô hình chính thức, luận án xem xét góc độ toán học của các mô hình gốc như sau:

Yêu cầu đầu tiên của việc áp dụng mô hình này là các biến nghiên cứu phải dừng có $\Delta Y_t \sim I(0)$, $\Delta X_t \sim I(0)$:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta X_t + \Delta u_t \quad (1)$$

Mô hình (1) đưa ra các thông số ước đoán cho $\hat{\alpha}_1$ và $\hat{\alpha}_2$, vấn đề hồi qui giả mạo cũng đã được giải quyết. Nhưng mô hình (1) chỉ thể hiện mối quan hệ ngắn hạn. ΔY_t không đưa thông tin về hành vi dài hạn của mô hình. Trong dài hạn: $Y_t^* = \alpha_0 + \alpha_1 X_t$. Nếu Y_t và X_t tích hợp tại bậc 0 $\sim I(0)$ thì Y_t và X_t là đồng liên kết, lúc đó:

$$\hat{u}_t = \hat{Y}_t - \hat{\alpha}_0 - \hat{\alpha}_1 X_t \quad (2)$$

Mô hình hiệu chỉnh sai số gốc có dạng: $\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_t - \lambda \hat{u}_{t-1} + Y_t \quad (3)$

Mô hình (3) có cả thông tin dài hạn và ngắn hạn. Các biến được giả định dừng, đồng liên kết tại bậc 1~ I(1) và phần dư từ (2) cũng dừng, β_1 là tác động ngắn hạn đo lường tác động trực tiếp khi có một sự thay đổi trong biến X_t sẽ thay đổi Y_t ; λ là tác động phản hồi (tác động điều chỉnh) thể hiện bao nhiêu sự mất cân bằng sẽ được điều chỉnh đúng. Hay nói cách khác, nó là phạm vi trong đó nếu có bất kỳ sự mất điều chỉnh nào trong giai đoạn trước sẽ ảnh hưởng đến điều chỉnh vào Y_t . Trong đó

$$\hat{u}_{t-1} = \hat{Y}_{t-1} - \hat{\alpha}_0 - \hat{\alpha}_1 \hat{X}_{t-1} \quad (4) \text{ (với } \alpha_1 \text{ là phản ứng trong dài hạn).}$$

Với mô hình nghiên cứu có nhiều độ trễ khác nhau:

$$Y_t = \delta_0 + \delta_1 Y_{t-1} + \mu_0 X_t + \mu_1 X_{t-1} + u_t \quad (5)$$

Trong đó u_t là phần dư (số hạng sai số ngẫu nhiên có giá trị trung bình bằng 0 và phương sai σ^2 , thông số μ_0 là phản ứng ngắn hạn của Y_t sau một sự thay đổi trong X_t

Tác động dài hạn sẽ có khi mô hình trong trạng thái cân bằng khi:

$$Y_t^* = \alpha_0 + \alpha_1 X_t^* \quad (6). \text{ Với giả định tại trạng thái cân bằng thì } X_t^* = X_t = X_{t-1} = \dots = X_{t-p}$$

$$Y_t^* = Y_t = Y_{t-1} = \dots = Y_{t-p} \text{ nên:}$$

$$Y_t^* = \delta_0 + \delta_1 Y_t^* + \mu_0 X_t^* + \mu_1 X_t^* + u_t$$

$$Y_t^* (1 - \delta_1) = \delta_0 + (\mu_0 + \mu_1) X_t^* + u_t$$

$$Y_t^* = \frac{\delta_0}{1 - \delta_1} + \frac{\mu_0 + \mu_1}{1 - \delta_1} X_t^* + u_t \lambda \quad (7)$$

$$Y_t^* = \alpha_0 + \alpha_1 X_t^* + u_t$$

Độ đàn hồi dài hạn giữa Y và X chính là $\alpha_1 = \frac{\mu_0 + \mu_1}{1 - \delta_1}$ (Giả định $\delta_1 < 1$) để mô hình ngắn hạn (5) hội tụ cho một giải pháp dài hạn.

Thế $\alpha_0 = \frac{\delta_0}{1 - \delta_1}$, $\alpha_1 = \frac{\mu_0 + \mu_1}{1 - \delta_1}$ vào công thức (5):

$$\Delta Y_t = \mu_0 \Delta X_t - (1 - \delta) \left[Y_{t-1} - \frac{\delta_0}{1 - \delta_1} - \frac{\mu_0 + \mu_1}{1 - \delta_1} X_{t-1} \right] + u_t$$

Suy ra :

$$\Delta Y_t = \mu_0 \Delta X_t - (1 - \delta) Y_{t-1} - \delta_0 + (\mu_0 + \mu_1) X_{t-1} + u_t$$

Tương đương:

$$Y_t - Y_{t-1} = \mu_0 X_t - \mu_0 X_{t-1} - Y_{t-1} + \delta Y_{t-1} - \delta_0 - \mu_0 X_{t-1} - \mu_1 X_{t-1} + u_t$$

Bằng cách sắp xếp lại (6) sẽ trở về mô hình gốc:

$$Y_t = \delta_0 + \delta_1 Y_{t-1} + \mu_0 X_t + \mu_1 X_{t-1} + u_t \quad (5)$$

Mô hình ECM lúc này sẽ được xuất phát từ mô hình gốc (5)

$$\Delta Y_t = \mu_0 \Delta X_t - (1 - \delta) [Y_{t-1} - \alpha_0 - \alpha_1 X_{t-1}] + u_t$$

$$\Delta Y_t = \mu_0 \Delta X_t - \lambda [Y_{t-1} - \alpha_0 - \alpha_1 X_{t-1}] + u_t \quad (8)$$

Mô hình ECM thể hiện không chỉ tác động ngắn hạn mà còn dài hạn với tác động cân bằng trong dài hạn là $Y_{t-1} - \alpha_0 - \alpha_1 X_{t-1}$. Khi hai biến Y và X là đồng liên kết thì sự kết nối tuyến tính $Y_{t-1} - \alpha_0 - \alpha_1 X_{t-1}$ sẽ tích hợp tại bậc 0 $\sim I(0)$. Hệ số $\lambda = 1 - \delta_1$ thể hiện thông tin về tốc độ điều chỉnh trong trường hợp mất cân bằng. Khi tình trạng cân bằng xuất hiện $Y_{t-1} - \alpha_0 - \alpha_1 X_{t-1} = 0$. Tuy nhiên trong suốt giai đoạn mất cân bằng, hệ số này sẽ không còn bằng 0, đo lường khoảng cách đến sự cân bằng. Ví dụ có một cú sốc tiêu cực trong nền kinh tế (ảnh hưởng đến ut) sẽ làm cho $Y_{t-1} - \alpha_0 - \alpha_1 X_{t-1}$ bị âm bởi Y_{t-1} đã và đang di chuyển dưới đường tăng trưởng ổn định trong dài hạn. Nhưng nếu $Y^* = \alpha_0 + \alpha_1 X_t$ dương, tác động toàn diện đẩy ΔY_t phía sau hướng về đường tăng

trường dài hạn được xác định bởi X_t . Tốc độ điều chỉnh hướng đến sự cân bằng dựa vào độ lớn của $1 - \delta_1$.

Khái quát lên đối với mô hình có nhiều độ trễ, mô hình vector hiệu chỉnh sai số có dạng:

$$\Delta Y_t = \alpha + \sum_{i=1}^{n-1} \delta_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{m-1} \mu_i \Delta X_{t-i} + \pi_1 Y_{t-1} + \pi_2 X_{t-1} + u_t \quad (9)$$

Nếu $n=1$, $\pi_2 = \sum_{i=1}^m \mu_i$, $\pi_1 = -(1 - \sum_{i=1}^n \delta_i)$

Sai số cân bằng $e_t = Y_t - Y^* = Y_t - \alpha_0 + \alpha_1 X_t$ (với $Y^* = \alpha_0 + \alpha_1 X_t$)

Thông số dài hạn $\alpha_0 = 1 / \theta_1$ và $\alpha_1 = -\pi_2 / \pi_1$. Thông tin đầy đủ nhất có trong mô hình vector hiệu chỉnh sai số:

$$Y_t = \alpha + \sum_{i=1}^{n-1} \delta_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{m-1} \mu_i \Delta X_{t-i} + \pi_1 (Y_{t-1} - \frac{1}{\pi_1} - \frac{\pi_2}{\pi_1} X_{t-1}) + u_t \quad (10)$$

$$Y_t = \alpha + \sum_{i=1}^{n-1} \delta_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{m-1} \mu_i \Delta X_{t-i} - \lambda (Y_{t-1} - \alpha_0 - \alpha_1 X_{t-1}) + u_t \quad (11)$$

Khi $\lambda = 0$, $Y_{t-1} - \alpha_0 - \alpha_1 X_{t-1} = e_t$ là sai số cân bằng, viết lại công thức (10):

$$Y_t = \alpha + \sum_{i=1}^{n-1} \delta_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{m-1} \mu_i \Delta X_{t-i} - \lambda e_{t-1} + \varepsilon_t \quad (12)$$

λ Là hệ số điều chỉnh sai số cho biết bao nhiêu sự điều chỉnh đến sự cân bằng xảy ra ở mỗi giai đoạn và bao nhiêu sai số cân bằng được điều chỉnh đúng. Có 3 trường hợp xảy ra:

- (a) Khi $\lambda=1$ (tương đương $\lambda=100\%$) thì 100% sự điều chỉnh xảy ra trong giai đoạn hay sự điều chỉnh xảy ra ngay lập tức và đầy đủ.
- (b) Khi $\lambda=0.5$ (tương đương $\lambda=50\%$) thì khoảng 50% sự điều chỉnh sẽ xảy ra trong mỗi giai đoạn.
- (c) Khi $\lambda=0$ (tương đương $\lambda=0\%$) thì không có sự điều chỉnh tức Y_t^* là phần dài hạn của Y_t không còn ý nghĩa nào cả. Do đó ưu điểm quan trọng nhất mà mô hình

vector hiệu chỉnh sai số mang lại là cho phép chứa đựng cả thông tin trong dài hạn và sự mất cân bằng trong ngắn hạn [70, trang 339].

Cùng với mô hình vector hiệu chỉnh sai số và các biến đồng liên kết trong mô hình nên $\hat{e}_t \sim I(0)$ và $\hat{e}_{t-1} \sim I(0)$ nên công thức (13) cho phép thấy được thông tin ngắn dài hạn và sự mất cân bằng trong ngắn hạn là điểm nổi bật của mô hình này.

Thông qua việc hệ thống hoá tổng quan tài liệu nghiên cứu, Tác giả xác định hướng đi của đề tài là sử dụng mô hình Vector hiệu chỉnh sai số VECM và kiểm định nhân quả Granger để đo lường các mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của TTCK VN giai đoạn 2000-2013, dữ liệu được thu thập theo quý từ 2004-2013.

Mô hình VECM cụ thể được nhắc lại như sau:

$$\begin{aligned} \Delta ECOGROWTH_t = & \beta_0 + \sum_{i=1}^{n1} \beta_{1i} \Delta ECOGROWTH_{t-i} + \sum_{i=1}^{n2} \beta_{2i} \Delta STOCKDEV_{t-i} + \\ & + \sum_{i=1}^{n3} \beta_{3i} \Delta INV GDP_{t-i} + \sum_{i=1}^{n4} \beta_{4i} \Delta MOSUPPLY GDP_{t-i} + \sum_{i=1}^{n5} \beta_{5i} \Delta CPI_{t-i} + \\ & + \gamma_1 ECT_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \Delta STOCKDEV_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^{n1} \alpha_{1i} \Delta STOCKDEV_{t-i} + \sum_{i=1}^{n2} \alpha_{2i} \Delta ECOGROWTH_{t-i} + \\ & + \sum_{i=1}^{n3} \alpha_{3i} \Delta INV GDP_{t-i} + \sum_{i=1}^{n4} \alpha_{4i} \Delta MOSUPPLY GDP_{t-i} + \sum_{i=1}^{n5} \alpha_{5i} \Delta CPI_{t-i} + \\ & + \gamma_2 ECT_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

d. Mối quan hệ nhân quả Granger giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của TTCK từ mô hình vector hiệu chỉnh sai số VECM

- Mô hình khái quát

Mối quan hệ nhân quả Granger giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của TTCK dùng để kiểm định mối quan hệ nhân quả giữa hai chuỗi dữ liệu thời gian Y và X trên Eviews. Y đại diện cho biến tăng trưởng kinh tế và X đại diện cho sự phát triển TTCK. Tác giả sử dụng kiểm định nhân quả Granger thông qua mô hình VECM dựa vào vector mối quan hệ trong dài hạn.

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \dots + \beta_1 X_t + \beta_2 X_{t-1} + \dots + \varepsilon_t$$

$$X_t = \delta_0 + \delta_1 X_{t-1} + \dots + \varphi_1 Y_t + \varphi_2 Y_{t-1} + \dots + \mu_t$$

Xem xét các biến trễ của X có giải thích cho Y (X tác động nhân quả Granger lên Y) và các biến trễ của Y có giải thích cho X (Y tác động nhân quả Granger lên X) hay không ta kiểm định giả thuyết H0 sao cho các hệ số đứng trước các biến bằng 0 và ngược lại H1 sao cho có tồn tại ít nhất một biến khác 0.

Như vậy tác giả sử dụng kiểm định nhân quả Granger để kiểm tra chiều của mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của TTCK Việt Nam giai đoạn 2000-2013. Sự phát triển TTCK không gây ra nhân quả Granger đến tăng trưởng nếu tất cả

$\beta_{li} = 0$ và tăng trưởng kinh tế không gây ra nhân quả Granger cho sự phát triển TTCK nếu tất $\varphi_{li} = 0$. Những kiểm định này sử dụng thống kê F tiêu chuẩn. Nhằm kiểm tra thành phần nào trong biến sự phát triển TTCK cụ thể là kích cỡ TTCK, tính thanh khoản hay tốc độ luân chuyển cổ phiếu là thành tố chính gây ra quan hệ nhân quả với tăng trưởng kinh tế, luận án thực hiện một số kiểm định chi tiết như sau [69, trang 340].

-Kiểm định nhân quả giữa kích cỡ TTCK và tăng trưởng kinh tế

$$\Delta ECOGROWTH_t = \alpha_1 + \sum_{i=1}^n \beta_i MACAP_{t-i} + \sum_{j=1}^m \gamma_j ECOGROWTH_{t-j} + e_{1t} \quad (1)$$

$$\Delta MACAP_t = \alpha_2 + \sum_{i=1}^n \theta_i MACAP_{t-i} + \sum_{j=1}^m \delta_j ECOGROWTH_{t-j} + e_{2t} \quad (2)$$

-Kiểm định nhân quả giữa tính thanh khoản của TTCK và tăng trưởng kinh tế:

$$\Delta ECOGROWTH_t = \partial_1 + \sum_{i=1}^n \varphi_i TRADEVA_{t-i} + \sum_{j=1}^m \mu_j ECOGROWTH_{t-j} + \varepsilon_{1t} \quad (3)$$

$$\Delta TRADEVA_t = \partial_2 + \sum_{i=1}^n \varpi_i TRADEVA_{t-i} + \sum_{j=1}^m \nu_j ECOGROWTH_{t-j} + \varepsilon_{2t} \quad (4)$$

-Kiểm định nhân quả giữa tốc độ luân chuyển của TTCK và tăng trưởng kinh tế:

$$\Delta ECOGROWTH_t = \lambda_1 + \sum_{i=1}^n \phi_i TRADEMA_{t-i} + \sum_{j=1}^m \varphi_j ECOGROWTH_{t-j} + \kappa_{1t} \quad (5)$$

$$\Delta TRADEMA_t = \lambda_1 + \sum_{i=1}^n \chi_i TRADEMA_{t-i} + \sum_{j=1}^m \sigma_j ECOGROWTH_{t-j} + \kappa_{1t} \quad (6)$$

Từ công thức (1) đến (6) có 4 trường hợp xảy ra để dẫn đến các kết luận về mối quan hệ nhân quả giữa các biến đối với tăng trưởng kinh tế. Cụ thể như sau:

Bảng 1.3. Các trường hợp xảy ra khi sử dụng kiểm định nhân quả Granger

Trường hợp	Kích cỡ TTCK và tăng trưởng kinh tế	Tính thanh khoản của TTCK và tăng trưởng kinh tế	Tốc độ luân chuyển của TTCK và tăng trưởng kinh tế
1	Nếu $\beta_i \neq 0$ (1) và $\delta_j = 0$ (2) Kết luận: MACAPt gây ra nhân quả ECOGROWTHt (mối quan hệ một chiều)	Nếu $\infty_i \neq 0$ (3) và $v_j = 0$ (4) Kết luận: TRADEVAt gây ra nhân quả ECOGROWTHt (mối quan hệ một chiều)	Nếu $\phi_i \neq 0$ (5) và $\sigma_j = 0$ (6) Kết luận: TRADEMAAt gây ra nhân quả ECOGROWTHt (mối quan hệ một chiều)
2	Nếu $\beta_i = 0$ (1) và $\delta_j \neq 0$ (2) Kết luận: ECOGROWTHt gây ra nhân quả MACAPt (mối quan hệ một chiều)	Nếu $\infty_i = 0$ (3) và $v_j \neq 0$ (4) Kết luận: ECOGROWTHt gây ra nhân quả TRADEVAt (mối quan hệ một chiều)	Nếu $\phi_i = 0$ (5) và $\sigma_j \neq 0$ (6) Kết luận: ECOGROWTHt gây ra nhân quả TRADEMAAt (mối quan hệ một chiều)

3	Nếu $\beta_i \neq 0$ (1) và $\delta_j \neq 0$ (2) Kết luận: Tồn tại mối quan hệ nhân quả hai chiều giữa ECOGROWTHt và MACAPt	Nếu $\alpha_i \neq 0$ (3) và $v_j \neq 0$ (4) Kết luận: Tồn tại mối quan hệ nhân quả hai chiều giữa ECOGROWTHt và TRADEVAt	Nếu $\phi_i \neq 0$ (5) và $\sigma_j \neq 0$ (6) Kết luận: Tồn tại mối quan hệ nhân quả hai chiều giữa ECOGROWTHt và TRADEMAT
4	Nếu $\beta_i = 0$ (1) và $\delta_j = 0$ (2) Kết luận: Không tồn tại mối quan hệ nhân quả giữa ECOGROWTHt và MACAPt	Nếu $\alpha_i = 0$ (3) và $v_j = 0$ (4) Kết luận: Không tồn tại mối quan hệ nhân quả giữa ECOGROWTHt và TRADEVAt	Nếu $\phi_i = 0$ (5) và $\sigma_j = 0$ (6) Kết luận: Không tồn tại mối quan hệ nhân quả giữa ECOGROWTHt và TRADEMAT

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả

1.2.2.3. Phương pháp phân tích và tổng hợp

Ngoài phương pháp chính đã nêu trên, đề tài còn sử dụng các phương pháp phân tích và tổng hợp tình hình phát triển thị trường chứng khoán ở hai Sở Giao Dịch, các nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế, kênh liên hệ giữa phát triển thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế dựa trên nguồn dữ liệu được thu thập từ quý 1 năm 2004 đến quý 4 năm 2013.

1.2.2.4. Phương pháp đối chiếu và so sánh

Cuối cùng, tác giả còn sử dụng phương pháp đối chiếu và so sánh giữa mô hình phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam và một số thị trường phát triển ở khu vực Châu Á như Đài Loan, Singapore, Philippines, Malaysia để đưa ra nhận định về mô hình phát triển thị trường sao cho phục vụ tốt nhất cho sự tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam trong thời gian tới.

1.2.3. Cách thu thập dữ liệu

Thứ nhất, dữ liệu được thu thập từ nguồn thứ cấp, dữ liệu thu thập theo quý từ quý 1 năm 2004 đến quý 4 năm 2013 bởi tuy thị trường bắt đầu hoạt động vào năm 2000 ban đầu chỉ có Trung Tâm Giao dịch chứng khoán TP.HCM với hai mã cổ phiếu REE và SAM, mỗi tuần chỉ có hai phiên giao dịch. Cho đến năm 2004 thị trường mới bắt đầu sôi động và năm 2005 HNX chính thức đi vào hoạt động. Như vậy tổng cộng có 40 quan sát vì một năm có 4 quý. Dữ liệu từ thị trường chứng khoán được lấy từ hai sở giao dịch TP.Hồ Chí Minh (HOSE), Hà Nội (HNX) và Ủy Ban Chứng Khoán nhà nước. Dữ liệu từ các biến số vĩ mô được thu thập và so sánh dữ liệu từ Tổng Cục Thống Kê Việt Nam, Ngân Hàng Thế Giới World Bank, Quỹ Tiền Tệ Quốc Tế (IMF), Ngân hàng Phát Triển Châu Á (ADB).

Thứ hai, dữ liệu sơ cấp có được bằng phương pháp phỏng vấn sâu âm và phát hành bảng khảo sát, đối tượng khảo sát là những người có kinh nghiệm làm việc lâu năm trong các công ty chứng khoán, ngân hàng đầu tư, những quỹ đầu tư, Sở Giao Dịch chứng khoán TPHCM, Sở Giao Dịch Chứng Khoán Hà Nội, các Quỹ đầu tư nhằm đánh giá mối quan hệ giữa hai biến mục tiêu nghiên cứu là tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK theo nhận định của các chuyên gia, xem xét thực trạng trong hoạt động của họ ở các tiêu chí: kinh nghiệm, khả năng gắn bó với ngành nghề, mức độ am hiểu về các chiến lược phát triển TTCK của Chính Phủ, các văn bản luật, thực trạng hoạt động kém hiệu quả trong thời gian qua, đánh giá vai trò của TTCK đối với tăng trưởng kinh tế cũng như những ý kiến đề xuất về tái cấu trúc TTCK và giải pháp phát triển TTCK phục vụ tốt nhất cho tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam trong thời gian tới (*chi tiết ở phụ lục 1,2,3*). Sau khi tính toán dữ liệu, luận án sử dụng phần mềm

excel 2010, SPSS 20 và Eview 6, Google docs trên Google drive để hỗ trợ cho việc chạy và phân tích số liệu định tính và định lượng.

TÓM TẮT CHƯƠNG 1

Trong chương này, luận án đã trình bày các công trình nghiên cứu trong và ngoài nước và phương pháp luận nghiên cứu. Các nội dung chính được liệt kê cụ thể như sau:

Thứ nhất, luận án đã khái quát những công trình nghiên cứu điển hình trong việc phân tích mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK làm tiền đề cho cơ sở lý luận về mối quan hệ nêu trên cũng như định hướng nghiên cứu của luận án. Trên cơ sở đó, tác giả đánh giá được các công trình nghiên cứu trước đó ở quan điểm chưa đồng ý và các điểm học hỏi được thông qua các nghiên cứu. Cùng với việc tổng quan các công trình nghiên cứu này, tác giả hệ thống hóa và nhận diện được các nhóm biến vĩ mô cấu thành trong hàm tăng trưởng, và hệ thống các nhóm biến có thể đo lường sự phát triển của TTCK.

Thứ hai, luận án đã mô tả chi tiết các phương pháp được sử dụng trong nghiên cứu, nổi bật nhất là phương pháp nghiên cứu định tính như: phỏng vấn sâu chuyên gia và bảng khảo sát nhằm khám phá và nhận diện các vấn đề về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK. Kết quả nghiên cứu là bước đầu nhận diện được bản chất mối quan hệ, vai trò TTCK đóng góp cho tăng trưởng kinh tế ở mức nào. Nội dung của bảng câu hỏi này gồm 3 phần với các nội dung chủ yếu như: (i) Phần giới thiệu và hướng dẫn cách trả lời; (ii) Phần mô tả các câu hỏi; (iii) Phần thông tin cá nhân của chuyên gia được phỏng vấn; (iv) Phần nội dung chính về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế, vai trò TTCK đối với tăng trưởng kinh tế, thực trạng hoạt động trong ngành... Bên cạnh đó, luận án trình bày nội dung và cách thức tiến hành khảo sát 40 công ty phát hành chứng khoán nhằm đo lường thực trạng huy động vốn qua TTCK của các công ty cũng như những kiến nghị của họ đối với các bên có liên quan.

Ngoài ra, phương pháp quan trọng nhất của luận án là phương pháp nghiên cứu kinh tế lượng trong đó mô hình vector hiệu chỉnh sai số VECM được sử dụng. Luận án

đề cập góc độ tiếp cận phương pháp dưới góc nhìn toán học để xem xét bản chất của phương pháp và hướng tiếp cận cho mô hình của luận án. Để sử dụng phương pháp này sau khi thỏa mãn các điều kiện của mô hình kinh tế lượng cần xem xét đặc điểm của chuỗi dữ liệu thời gian xem xét tính dừng của chuỗi dữ liệu, kiểm nghiệm tính đồng liên kết, chạy mô hình VECM và kiểm nghiệm nhân quả Granger [69]. Kiểm định Granger được liệt kê chi tiết và làm thế nào để kết luận các biến có quan hệ hai chiều, một chiều hay không có quan hệ nhân quả Granger nào. Ngoài ra, để xem xét mối quan hệ dài hạn thông qua phương trình đồng liên kết, tác giả chạy hàm phản ứng sung và phân rã phương sai để xem xét chiều hướng tác động và tỷ lệ đóng góp trong dài hạn để trả lời câu hỏi số 3 trong nghiên cứu. Mặt khác nghiên cứu cũng sử dụng phương pháp khác như phương pháp phân tích và tổng hợp, đối chiếu và so sánh, lấy ý kiến chuyên gia để làm rõ hơn mối quan hệ này, và giải pháp phát triển thị trường trong thời gian tới dưới góc độ đánh giá của các chuyên gia trong ngành. Dữ liệu được thu thập theo quý từ quý 1 năm 2004 đến quý 4 năm 2013 trong đó có sự tính toán và kết nối dữ liệu của hai Sở giao dịch TP.HCM và Hà Nội.

Cuối cùng, luận án trình bày phương pháp xử lý dữ liệu, các phần mềm thống kê được sử dụng để phục vụ cho quá trình tính toán, phân tích được trình bày chi tiết trong nội dung chương 1.

CHƯƠNG 2

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ MỐI QUAN HỆ GIỮA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

2.1. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ VAI TRÒ CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN ĐỐI VỚI TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

2.1.1. Khái niệm thị trường chứng khoán

Thuật ngữ về thị trường chứng khoán (TTCK) có nhiều định nghĩa khác nhau:

Theo tài liệu Longman Dictionary of Business English-1985 “*Thị trường chứng khoán là một thị trường có tổ chức, nơi các chứng khoán được mua bán theo những nguyên tắc đã được ấn định*” [159]. Hay theo tiếng Latin, thuật ngữ TTCK là BURSA có nghĩa là cái ví đựng tiền [160]. Theo tài liệu “The American Heritage Dictionary of The English Language, tác giả Dell-1971 cho rằng “*Chứng khoán là bằng chứng giấy trắng mực đen về quyền sở hữu*”[161].

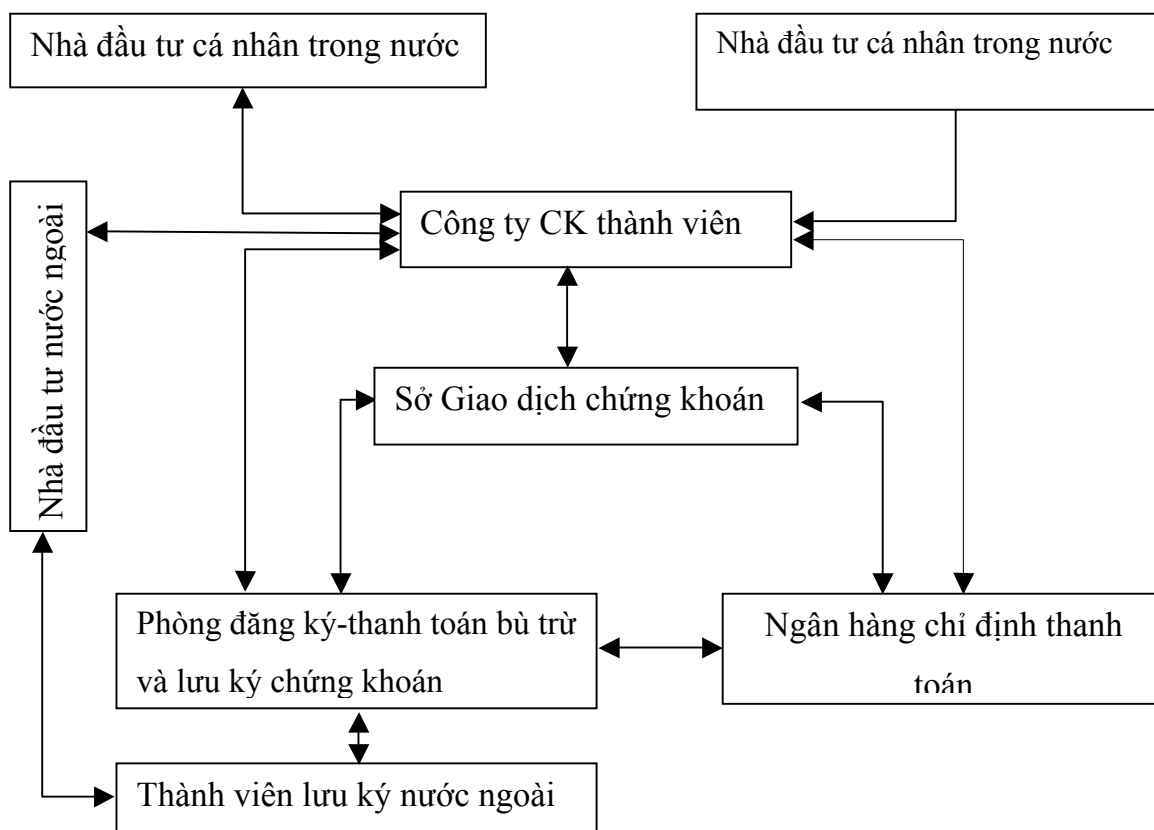
TTCK mang ý nghĩa trên thực tế rộng lớn hơn có thể hiểu TTCK là một bộ phận của thị trường tài chính, tại đó diễn ra hoạt động mua bán các chứng khoán vốn và chứng khoán nợ trung và dài hạn theo nguyên tắc thị trường. Như vậy, “*TTCK là từ ngữ chung chỉ giao dịch mua bán chứng khoán thông qua các thị trường khác nhau như thị trường tập trung và phi tập trung còn Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) là để chỉ một địa điểm cụ thể, một nơi có tổ chức, là nơi các chủ thể tham gia TTCK gặp nhau để thực hiện các lệnh mua bán chứng khoán do các tổ chức và cá nhân giao cho*” [27, trang 12].

Việc mua bán chứng khoán lần đầu được tiến hành ở thị trường sơ cấp khi người mua chứng khoán đầu tiên từ những người phát hành và khi có sự mua đi bán lại các chứng khoán đã được phát hành ở thị trường sơ cấp đó là thị trường thứ cấp [27, trang 11]. Ở thị trường sơ cấp thì đây là thị trường cấp một hay thị trường phát hành. Đây cũng là nơi mua bán các chứng khoán mới được phát hành bởi các công ty, tổ chức Nhà nước, chính phủ. Thị trường sơ cấp là thị trường tạo lập, tăng vốn, vay vốn cho các tổ chức phát hành chứng khoán. Việc phát hành chứng khoán ở thị trường này được kiểm soát

bởi UBCK. Các loại hàng hoá chứng khoán đa dạng về chủng loại, có chất lượng, có khả năng hấp dẫn nhà đầu tư là yếu tố quan trọng cho việc hình thành và phát triển thị trường thứ cấp [29, trang 15].

Ở thị trường thứ cấp thì đây là thị trường cấp hai, nơi mua đi bán lại các chứng khoán đã được bán ở thị trường sơ cấp, lợi nhuận thu được từ việc mua bán chứng khoán thuộc về nhà đầu tư, người mua bán chứng khoán, không thuộc vào tổ chức phát hành chứng khoán. Chứng khoán được giao dịch trên thị trường thứ cấp không làm cho nguồn vốn của nhà phát hành tăng liên tục tuy nhiên việc giao dịch chứng khoán ở thị trường thứ cấp có ý nghĩa rất quan trọng đối với việc phát hành chứng khoán ở thị trường sơ cấp vì việc làm cho chứng khoán có tính thanh khoản mua, bán dễ dàng. Thị trường thứ cấp tạo điều kiện cho việc phát hành và mua bán ở thị trường sơ cấp được thuận lợi hơn và ngược lại thị trường sơ cấp là tiền đề của thị trường thứ cấp, nếu không có thị trường sơ cấp thì sẽ không có thị trường thứ cấp. Một TTCK vừa có giao dịch của thị trường sơ cấp vừa có giao dịch của thị trường thứ cấp. Do đó, hai thị trường này là cơ cấu của TTCK [29, trang 16].

Ngoài cách phân loại thị trường sơ cấp và thứ cấp, còn có cách phân loại khác khi căn cứ vào mô hình tổ chức và phương thức hoạt động của TTCK, có thể chia thành hai loại: (i) TTCK tập trung là thị trường hoạt động theo đúng các quy định pháp luật, là nơi mua bán các loại chứng khoán đã được niêm yết. Chứng khoán niêm yết là chứng khoán đã được cơ quan có thẩm quyền cho phép đảm bảo phân phối và mua bán qua trung gian các định chế tài chính trên thị trường (công ty chứng khoán, quỹ đầu tư). TTCK tập trung có địa điểm và thời biểu mua bán cụ thể, rõ ràng và hoạt động theo thể thức đấu giá hay đấu lệnh công khai, hình thức của TTCK tập trung là SGDCK [27, trang 32]; (ii) TTCK phi tập trung OTC: là thị trường mua bán chứng khoán bên ngoài SGDCK. Đây là thị trường không có sàn giao dịch. Các CTCK buôn bán và giao dịch với nhau thông qua điện thoại và mạng máy tính rộng lớn. Các CTCK giao dịch chứng khoán cho mình và cho khách hàng thông qua việc giao dịch với các nhà tạo lập thị trường về các loại chứng khoán [27, trang 33].



Nguồn: [25, trang 30]

Hình 2.1: Mô hình thị trường chứng khoán thứ cấp

Nhìn hình 2.1, trong mô hình giao dịch chứng khoán tại thị trường thứ cấp được thể hiện khi NĐT trong và ngoài nước tham gia lập tài khoản chứng khoán tại các CTCK thành viên và tài khoản ngân hàng tại ngân hàng chỉ định thanh toán, tài khoản lưu ký tại phòng đăng ký-thanh toán bù trừ và lưu ký chứng khoán. Đó sẽ là thành viên lưu ký nước ngoài đối với NĐT nước ngoài. NĐT đặt lệnh mua bán trực tuyến hoặc qua tin nhắn hoặc trực tiếp đến sàn điền vào phiếu lệnh mua/bán. Tại CTCK, hệ thống môi giới nhập lệnh vào hệ thống. Sau đó CTCK chuyển lệnh lên SGDCK. Tại SGDCK tiến hành so khớp lệnh của NĐT, sau đó chuyển kết quả lệnh về CTCK để chuyển kết quả cho NĐT thông qua hệ thống tin nhắn.

Về bản chất của TTCK, có thể xem xét đó là quan hệ mua bán chứng khoán phản ánh sự thay đổi các chủ thể sở hữu về chứng khoán vì “TTCK trong điều kiện của nền kinh tế hiện đại, được quan niệm là nơi diễn ra các hoạt động giao dịch mua bán chứng khoán trung và dài hạn”. Chủ thể là người bỏ vốn đầu tư là chủ sở hữu tư bản, còn chủ thể là người sử dụng vốn đầu tư là chủ thể thực hiện chức năng của tư bản

kinh doanh. Do đó, xét về bản chất TTCK không chỉ phản ánh các quan hệ mua bán một số lượng nhất định các tư liệu cơ bản và các chứng khoán vốn bằng tiền còn phản ánh quyền sở hữu về tư bản, tư bản được lưu thông như một loại hàng hoá thông thường cũng có giá trị và giá trị sử dụng [29]. Chính vì thế, TTCK là hình thức phát triển cao của nền sản xuất hàng hoá bởi nó thể hiện cung và cầu của vốn đầu tư trong đó thông tin về chi phí vốn hay giá cả của vốn đầu tư. Khi hoạt động mua bán, trao đổi, chuyển nhượng các loại chứng khoán diễn ra thì chủ thể nắm giữ cũng thay đổi theo.

2.1.2. Các chỉ tiêu đo lường sự phát triển thị trường chứng khoán

Trên thực tế có nhiều chỉ tiêu đo lường sự phát triển thị trường chứng khoán như đo lường qui mô , kích cỡ thị trường, đo lường tính thanh khoản, đo lường mức độ hội nhập của thị trường cần đo so với thị trường tài chính thế giới... Dựa vào các nghiên cứu trên thế giới ở lĩnh vực này, đa phần các nghiên cứu đều tán thành việc đo lường sự phát triển thị trường chứng khoán ở bất kỳ quốc gia nào sẽ tập trung vào 2 chỉ tiêu chính : (i) Chỉ tiêu thứ nhất là việc đo lường kích cỡ thị trường so với qui mô GDP được thể hiện qua tỷ lệ vốn hóa thị trường; (ii) Chỉ tiêu thứ hai đo lường tính thanh khoản hay tốc độ luân chuyển cổ phiếu. Cụ thể như sau:

Thứ nhất, về tỷ lệ vốn hoá thị trường: Đây là biến số giúp đo lường kích cỡ của thị trường bởi kích cỡ thị trường càng lớn thì thị trường càng năng động, càng dễ dàng vận động có hiệu quả trong việc huy động vốn và giảm thiểu rủi ro trên thị trường. Tỷ lệ này sẽ bằng tổng giá trị cổ phần niêm yết chia cho GDP. Theo Ross Levine và Zervos (1996) cho rằng việc sử dụng tỷ lệ vốn hoá của thị trường sẽ là một chỉ điểm quan trọng để đo lường sự phát triển của thị trường chứng khoán [98, trang 327]. Chỉ số này còn là công cụ đo khả năng của TTCK để phân phối vốn đến dự án đầu tư và khả năng của nó để cung cấp cơ hội có ý nghĩa cho việc đa dạng hoá rủi ro của NĐT [62, trang 150].

Một TTCK hiệu quả sẽ phản ánh tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai dựa vào giá chứng khoán hiện tại. Lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp lại liên quan đến tỷ lệ tăng trưởng tổng hợp. Do đó cần gia tăng vốn hóa thị trường trước khi muốn gia tăng tăng trưởng kinh tế [95, trang 745].

Thứ hai, *về tính thanh khoản hay tốc độ luân chuyển cổ phiếu dùng để đo sự phát triển TTCK*. Trong đó tính thanh khoản bằng tổng giá trị giao dịch trên GDP và tốc độ luân chuyển cổ phiếu sẽ bằng giá trị những cổ phần được giao dịch chia cho tổng giá trị vốn hoá của thị trường. Tính thanh khoản là một thuật ngữ của đầu tư, liên quan đến khả năng của một loại tài sản dễ dàng được mua bán, trao đổi và chuyển nhượng sao cho có sự chuyển dịch về giá và tối thiểu hoá sự mất mát về giá trị. Thị trường có tính thanh khoản càng cao thì chi phí giao dịch càng ít [54, trang 227]. Với một thị trường có tính thanh khoản cao, những nhà đầu tư ban đầu sẽ không mất tiền tiết kiệm của họ trong khoảng thời gian đầu tư của dự án bởi vì họ dễ dàng và nhanh chóng bán cổ phần của mình [65, trang 224]. Vì thế tính thanh khoản giúp công cuộc đầu tư được dễ dàng trong dài hạn, làm dự án có lợi nhuận khả thi, vì thế cải thiện việc phân phối tư bản và ảnh hưởng tốt đến tăng trưởng kinh tế (Demirguc-Kunt (1996); Levine và Zervos (1996)) [65], [98]. Tính thanh khoản TTCK sử dụng hai chỉ số. Chỉ số thứ nhất chính là **tổng giá trị giao dịch trên GDP(%)**, nó đo lường giá trị giao dịch cổ phiếu trên qui mô nền kinh tế. Chỉ số thứ hai là **tốc độ luân chuyển (turnover ratio)** được đo bằng tổng giá trị giao dịch trên vốn hoá thị trường đo lường giá trị giao dịch cổ phần tương quan với kích cỡ thị trường chứng khoán. Thị trường càng có tính thanh khoản cao thì các nhà đầu tư càng có cơ hội thay đổi danh mục của mình với chi phí rẻ hơn và nhanh hơn [47, trang 157]. Nó làm thuận tiện cho các dự án đầu tư và làm chúng ít rủi ro hơn (Levine, 1991; Bencivenga et al, 1995) [97], [57]. Vì vậy, tác giả mong đợi tính thanh khoản có tác động tích cực trên vốn hoá thị trường. Cả hai chỉ số đo lường tính thanh khoản này không đo lường trực tiếp những nhà đầu tư dễ dàng như thế nào để có thể mua hay bán cổ phiếu tại một mức giá. Tuy nhiên nó đo lường mức độ giao dịch trong sự so sánh cả kích cỡ thị trường và nền kinh tế. Vì vậy chúng phản ánh tích cực tính thanh khoản của TTCK trên độ rộng như thế nào của nền kinh tế và TTCK. Có thể sử dụng một trong hai chỉ số này để đo tính thanh khoản của thị trường hoặc sử dụng cả hai chỉ số để bổ sung cho nhau. Ví dụ một nước có giá trị cổ phần được giao dịch/GDP (%) là 1.9% và tốc độ luân chuyển là 210% có nghĩa là thị trường này tuy nhỏ nhưng rất năng động, thanh khoản cao. Ngược lại, một nước khác có giá trị cổ phần được giao dịch/GDP (%) là 153% nhưng tốc độ luân chuyển là

25% có nghĩa là thị trường thì lớn nhưng thị trường kém năng động và tính thanh khoản kém [40, trang 55]. Một câu hỏi phát sinh liệu bản chất hướng đến tương lai của giá chứng khoán có thể bắt nguồn từ quan hệ nhân quả giữa TTCK và tăng trưởng kinh tế. Giá TTCK hiện tại nên là giá trị không kể đến hiện tại mà hướng về lợi nhuận tương lai của loại chứng khoán đó. Trong một thị trường vốn hiệu quả, tỷ lệ tăng trưởng tương lai sẽ phản ánh giá ban đầu. Việc sử dụng tốc độ luân chuyển cổ phiếu (doanh thu trên vốn hóa thị trường) như là một công cụ đo lường cho sự phát triển TTCK sẽ thanh lọc tác động nhân quả giả mạo bởi giá cao trong việc tiên đoán tỷ lệ tăng trưởng cao hơn sẽ ảnh hưởng cả tử số và mẫu số.

Hơn nữa, tính thanh khoản thị trường là một trong những chức năng cần thiết nhất của TTCK. Các nhà nghiên cứu Bencivenga và cộng sự (1991) [56], Demirguc-Kunt & Ross Levine (1995) [65], Ross Levine và Zervos (1996) [98], Andriy Gamolya (1996) [48] đều cho rằng tính thanh khoản TTCK dự đoán được tỷ lệ tăng trưởng tương lai của nền kinh tế. Tập trung vào tính thanh khoản, Bencivenga và cộng sự (1991) cho rằng tính thanh khoản đóng vai trò quan trọng trong tăng trưởng kinh tế bởi nếu không có một TTCK có tính thanh khoản tốt, nhiều khoản đầu tư dài hạn sẽ không thể hứa hẹn sản sinh ra lợi nhuận bởi những NĐT không sẵn lòng giữ lại khoản đầu tư của họ trong dài hạn. Ngược lại, thị trường vốn có tính thanh khoản cao cho phép NĐT dễ dàng bán cổ phần của họ, cho phép các công ty tăng vốn dễ dàng [56]. TT có tính thanh khoản cao giúp cải thiện việc phân phối nguồn vốn và nâng cao khả năng triển vọng cho tăng trưởng kinh tế trong dài hạn. Ngoài ra, nó cũng giúp giảm chi phí cho các nguồn vốn nước ngoài vào, cần thiết cho sự phát triển (Andriy Gamolya (1996)) [48]. Tính thanh khoản giúp gia tăng động lực của NĐT để có được thông tin của các hãng và cải thiện sự quản lý của các công ty (vì thế làm dễ dàng cho sự tăng trưởng). Ross Levine và Zervos (1996) cũng tranh cãi rằng một thị trường có tính thanh khoản tốt sẽ bổ sung cho một hệ thống ngân hàng, cả ngân hàng và TTCK cung cấp những gói dịch vụ tài chính khác nhau cho nền kinh tế [98]. Demirguc-Kunt và Levine (1995) chỉ ra rằng tính thanh khoản cao sẽ quyết định tăng trưởng thông qua ít nhất 3 kênh: (i) *Kênh thứ nhất là* lợi nhuận gia tăng đến các khoản đầu tư, tính thanh khoản TTCK càng lớn sẽ giảm tỷ lệ tiết kiệm thông qua thu nhập và hiệu ứng thay thế. Nếu tỷ lệ tiết

kiệm giảm đủ và nếu có nhân tố bên ngoài đến sự tích lũy vốn, tính thanh khoản càng lớn càng làm chậm tăng trưởng kinh tế; (ii) *Kênh thứ hai* là giảm sự không chắc chắn liên quan đến các khoản đầu tư, TTCK càng có tính thanh khoản có thể giảm tỷ lệ tiết kiệm bởi tác động mơ hồ không chắc chắn của các khoản tiết kiệm; (iii) *Kênh thứ ba* là khuyến khích NĐT mua bán trong ngắn hạn bất lợi cho việc dùng nguồn vốn dài hạn của các công ty, điều này sẽ ảnh hưởng đến quản lý doanh nghiệp và tăng trưởng kinh tế [65].

2.1.3. Vai trò của thị trường chứng khoán đối với tăng trưởng kinh tế

Vai trò của TTCK đối với tăng trưởng kinh tế có thể khái quát trong 7 nhóm vai trò cơ bản nhằm giúp huy động vốn đầu tư cho nền kinh tế, làm tăng tiết kiệm quốc gia, tạo tính thanh khoản, cung cấp môi trường và cơ hội đầu tư, đánh giá hoạt động của các doanh nghiệp và cho các loại chứng khoán. Nhờ các vai trò này của TTCK, các loại chứng khoán dễ dàng mua đi bán lại và chuyển đổi thành tiền mặt khi có nhu cầu, NĐT dễ dàng chuyển đổi chứng khoán thành tiền mặt thông qua việc mua bán trên thị trường thứ cấp. Vì vậy, cho thấy tính linh hoạt và an toàn của vốn đầu tư. Thị trường chứng khoán càng năng động và hiệu quả bao nhiêu thì khả năng thanh khoản càng tăng bấy nhiêu. Nâng cao tính thanh khoản là một trong những đặc tính hấp dẫn của TTCK đối với các NĐT. Đồng thời TTCK giúp giảm thiểu chi phí cho các chủ thể tham gia thị trường.

Thứ nhất, TTCK đóng vai trò như một kênh huy động vốn cho nền kinh tế thông qua các sản phẩm và dịch vụ đa dạng và phong phú, TTCK sẽ huy động những nguồn vốn nhàn rỗi để tài trợ cho các dự án đầu tư góp phần phát triển hạ tầng kinh tế, phục vụ cho các nhu cầu chung của xã hội, là kênh huy động vốn hiệu quả và tương đối rẻ cho các doanh nghiệp và cả Chính phủ. Định hướng phát triển TTCK nằm trong định hướng phát triển thị trường tài chính nhằm cung cấp một cấu trúc thượng tầng tài chính giúp nâng cao cả hoạt động sản xuất và vận hành nền kinh tế. Nó cung cấp nguồn vốn cần thiết, định giá giá trị kinh tế của các nguồn lực đang được giao dịch, hỗ trợ tiến trình thực hiện chính sách công. Việc cung ứng vốn nhằm mục đích để đạt được tăng trưởng kinh tế (Omotola Awojobi, 2013). Nguồn vốn huy động gồm hai nguồn chính: (i) Nguồn thứ nhất là thông qua TTCK là kênh thu hút vốn đặc biệt là

nguồn vốn nhàn rỗi từ những nhà đầu tư hay người dân trong nước muốn đầu tư vốn trực tiếp vào sản xuất kinh doanh muốn kiếm lời cao hơn một số hình thức đầu tư khác như gửi tiết kiệm, mua vàng...; (ii) Nguồn thứ hai là việc thu hút vốn đầu tư nước ngoài để đảm bảo cho sự phân bổ có hiệu quả các nguồn lực trong và ngoài nước [22, trang 19]. Sau khi có vốn sẽ phân phối đến các nhóm đối tượng khác nhau: (i) Các công ty sản xuất kinh doanh đang khát vốn sẽ chuyển tải vốn đến các dự án kinh doanh trong các ngành dịch vụ, công nghiệp, nông nghiệp, và thương nghiệp, hỗ trợ cho việc tăng trưởng của các công ty, xí nghiệp. Trên thực tế khi công ty có dự án lớn hơn, hoạt động sản xuất kinh doanh mở rộng hơn, thì nó cần nguồn tài trợ từ TTCK ngày càng gia tăng. Cứ như thế hoạt động thu hút vốn được dễ dàng thông qua việc phát hành chứng khoán trên thị trường. Việc huy động vốn từ TTCK giúp các công ty niêm yết có đủ nguồn lực vốn để đầu tư cho sản xuất kinh doanh; (ii) Việc phát hành trái phiếu còn giúp trang trải cho những khoản chi tiêu của Chính phủ-đây là các khoản chi mà Chính phủ bỏ tiền ra để phát triển đường xá, trường học, quân sự...cho các loại hàng hoá công cộng. Việc này có đóng góp quan trọng cho tổng cầu; (iii) Đối tượng thứ ba là nền kinh tế cần nguồn vốn dài hạn từ TTCK để tiến hành phát triển kinh tế và phục vụ cho mục đích công nghiệp hoá-hiện đại hoá đất nước. Như vậy, TTCK giúp thiết lập mối quan hệ trực tiếp giữa những người tích lũy và những doanh nghiệp cần vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu và trái phiếu. Đây là công cụ hỗ trợ hiệu quả cho tiết kiệm và đầu tư. Mặt khác, TTCK cũng cung cấp cho Nhà nước và các cơ quan công quyền những phương tiện tài chính để thực hiện các dự án đầu tư và để giải quyết các khoản thiếu hụt về ngân sách. Vì vậy đây là vai trò quan trọng nhất của TTCK [15, trang 127].

Thứ hai, TTCK đóng vai trò như là một công cụ điều hoà vốn cho nền kinh tế như chúng ta đã biết vốn, lao động, quản lý là động lực của tăng trưởng vì việc phát hành chứng khoán không chỉ giúp cho doanh nghiệp huy động vốn và thu hút thêm nhiều nhà đầu tư tham gia vào quản lý doanh nghiệp. Ngoài ra nhờ trào lưu quốc tế hoá các TTCK các nước, TTCK còn có vai trò dẫn vốn từ nước ngoài vào Việt Nam và từ Việt Nam đi đến những nước có môi trường đầu tư thuận lợi để sản sinh ra giá trị gia tăng, đây là một trong những động lực cạnh tranh để phát triển [14, trang 25]. Trong quá

trình thực hiện vai trò điều hòa vốn cho nền kinh tế, Schumpeter (1911) cho rằng TTCK giúp tăng cường hiệu quả của các trung gian tài chính bằng cách giảm thiểu chi phí thông tin, chi phí giao dịch và chi phí giám sát có thể dẫn đến tăng trưởng kinh tế. Đồng tình với quan điểm này, Patrick (1966) cho rằng sự phát triển TTCK giúp tạo ra tổ chức tài chính trung gian làm gia tăng việc cung cấp dịch vụ tài chính và do đó có thể dẫn đến tăng trưởng kinh tế thực.

Thứ ba, TTCK đóng vai trò có thể đảm bảo tính thanh khoản cho những người đầu tư chứng khoán bởi vì khi nhà đầu tư gửi tiết kiệm tại ngân hàng, lãi suất vốn được trả hạn chế và bị chi phối bởi kỳ hạn gửi. Khác với việc gửi tại ngân hàng, TTCK giúp hạn chế sự rủi ro bất động của đồng tiền tiết kiệm, người giữ chứng khoán khi nào cần tiền mặt có thể bán ngay trên thị trường thứ cấp, để có tính thanh khoản cao cần phải có sự hiện hữu của một số lượng quan trọng các chứng khoán lưu hành đặt dưới sự sử dụng của công chúng, số lượng chứng khoán trao đổi vừa phải không dẫn đến thăng trầm hoặc lệch lạc trong giá chứng khoán [16, trang 32]. Thị trường chứng khoán càng năng động và hiệu quả bao nhiêu thì khả năng thanh khoản càng tăng bấy nhiêu. Nâng cao tính thanh khoản là một trong những đặc tính hấp dẫn của TTCK đối với các NĐT [21, trang 17].

Thứ tư, TTCK thúc đẩy các doanh nghiệp hoạt động tốt hơn bởi khi các công ty đã niêm yết trên sàn phải công bố thông tin minh bạch tình hình hoạt động định kỳ thông qua bảng báo cáo tài chính và được kiểm toán xác nhận [32, trang 8]. Giá chứng khoán cũng biểu hiện phần lớn sức khỏe của một công ty và ảnh hưởng cả đến giá trị cổ phần đóng góp và tài sản của các cổ đông lớn nên họ không ngừng cải tiến và đem lại cách thức quản trị mang lại hiệu quả và hiệu suất cao cho doanh nghiệp. Vì vậy, TTCK giúp cải thiện hoạt động của các công ty ngày càng tốt hơn, đo lường các giá trị tích sản của doanh nghiệp, giúp tiên đoán được giá trị của công ty trong thời hạn từ 3-5 năm bằng cách xây dựng những giả thuyết về kỳ vọng của công ty trong tương lai dựa vào tiềm lực thực tế của công ty. TTCK giúp đánh giá hoạt động của các doanh nghiệp bởi giá chứng khoán là thước đo hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp một cách tổng hợp và khá chính xác, giúp so sánh các doanh nghiệp với nhau nhất là các doanh nghiệp cùng ngành nghề kinh doanh một cách nhanh chóng, thuận tiện thông qua thông tin giá thị

trường [33, trang 23]. Nhờ đó tạo được môi trường cạnh tranh lành mạnh giữa các doanh nghiệp. Nếu TTCK hoạt động dựa vào thông tin hoàn hảo sẽ giúp định giá chứng khoán một cách chính xác.

Thứ năm, TTCK đóng vai trò cơ sở cho sự phát triển bởi việc thúc đẩy quá trình cổ phần hoá phát triển, tạo ra cơ chế đa sở hữu về tư liệu sản xuất và tài sản của xã hội, từng bước làm cho quan hệ sản xuất phù hợp với sự phát triển của lực lượng sản xuất [29, trang 45], tạo tiền đề có nhiều chủng loại hàng hoá trên thị trường, hoạt động mua bán đều tuân theo các qui luật khắt khe của thị trường về qui luật giá trị, qui luật quan hệ cung-cầu, cạnh tranh [35]. TTCK có đầy đủ đặc trưng của một thị trường, tồn tại khách quan và ra đời tự phát trong nền kinh tế thị trường.

Thứ sáu, TTCK đóng vai trò cung cấp môi trường đầu tư lành mạnh, công bằng cho mọi người dân. Các loại chứng khoán trên thị trường có mức độ sinh lời, độ rủi ro khác nhau, nhà đầu tư có thể lựa chọn tùy thuộc vào mức độ chấp nhận rủi ro, mục tiêu và việc hoạch định danh mục đầu tư của mình. Với các công cụ đầu tư đa dạng, TTCK là một kênh để huy động mức tiết kiệm của quốc gia [21, trang 10].

Thứ bảy, TTCK đóng vai trò như một công cụ giúp Chính phủ thực hiện điều tiết các chính sách kinh tế vĩ mô thông qua các chỉ báo của TTCK giúp phản ánh động thái của nền kinh tế một cách nhạy bén và chính xác. Dấu hiệu tăng trưởng hay suy thoái của một nền kinh tế được phản ánh qua sự tăng hoặc giảm giá chứng khoán. Vì thế, “*TTCK là phong vũ biểu của nền kinh tế*” [12, trang 12], do đó nó là công cụ quan trọng giúp Chính phủ điều tiết các chính sách về thuế, lãi suất, lạm phát và thu chi ngân sách....King và Levine (1993b) đã nghiên cứu 80 quốc gia giai đoạn 1960-1989, nhóm tác giả đã chứng minh được rằng các nước có hệ thống tài chính và TTCK phát triển hơn thì tăng trưởng nhanh hơn, có tỉ lệ đầu tư cao hơn và sử dụng vốn hiệu quả hơn. Seetanah và cộng sự (2008) cũng đưa ra kiến nghị chính sách cho chính phủ cần cố gắng phát triển lĩnh vực tài chính và chứng khoán nhiều hơn, cần giảm thiểu sự can thiệp của Nhà nước trong hệ thống tài chính, khuyến khích cạnh tranh bằng cách tạo môi trường đầu tư và luật pháp công bằng, minh bạch cho các bên tham gia. Demircuc-Kunt và Maksimovic (1998) tán thành rằng quốc gia có TTCK linh hoạt và

được xếp hạng cao, phù hợp với quy phạm pháp luật quốc tế, có nguồn vốn từ bên ngoài vào đầu tư TTCK càng nhiều sẽ tăng trưởng nhanh hơn.

Như vậy, một TTCK hoạt động tốt sẽ có vai trò quan trọng trong thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bởi nó tạo ra sự cải tiến công nghệ bằng cách tài trợ vốn cho các doanh nghiệp khát vốn để thực hiện thành công sản phẩm, dự án kinh doanh, tham gia vào tiến trình sản xuất. Bên cạnh đó, cách thức huy động các khoản tiết kiệm bằng việc đầu tư cổ phiếu, trái phiếu, cũng như cách thức phân bổ nguồn lực, đa dạng hóa rủi ro của các trung gian tài chính cũng góp phần vào quá trình tăng trưởng kinh tế. Đến lượt mình, các trung gian tài chính giúp sàng lọc rủi ro, giảm thiểu tác động của thông tin bất cân xứng, giảm chi phí giao dịch, giúp nâng cao năng suất hoạt động thông qua đánh giá doanh nghiệp tiềm năng và tài trợ cho các doanh nghiệp có triển vọng. Qua đó cho thấy một quốc gia đang phát triển và ngày càng hội nhập sâu rộng như Việt Nam không thể thiếu TTCK phát triển và hỗ trợ đắc lực cho tăng trưởng kinh tế trong tương lai.

2.1.4. Kinh nghiệm quản lý thị trường chứng khoán ở một số nước Châu Á

2.1.4.1. Kinh nghiệm quản lý thị trường của Thái Lan

Sở giao dịch chứng khoán Thái Lan (SET) nhận thấy việc bảo vệ NĐT đóng vai trò quan trọng để gia tăng sự tự tin của NĐT và đóng góp cho tăng trưởng của thị trường, liên quan đến nội qui của thị trường, hệ thống thanh toán và giao dịch, sự công bố và dễ dàng để kết nối thông tin. Tại SET, trình độ bảo mật các doanh nghiệp niêm yết rất chặt chẽ và được chú trọng. Bên cạnh đó, SET đã thành lập Quỹ bảo vệ NĐT SIPF trong việc hợp tác với các công ty thành viên tự nguyện tham gia vào Quỹ nhằm tăng sự tự tin cho NĐT giao dịch chứng khoán ở SET thông qua những nhà môi giới thành viên của Quỹ. Những NĐT này có thể nhận tài sản trở lại và sự bồi thường cho giá của tài sản trong những trường hợp cụ thể.

Nội qui thị trường: các công ty thành viên, hãng môi giới, ngân hàng giám sát, công ty niêm yết phải tuân thủ qui định chặt chẽ. Ủy ban giao dịch chứng khoán và SET đóng vai trò quan trọng trong việc thi hành luật. NĐT được khuyến khích giao dịch với những chứng khoán được cấp phép bởi Bộ Tài Chính và được đề xuất bởi SEC. NĐT được

khuyến khích có những báo cáo về nghi ngờ sự quản lý yếu kém, phản nản đến SET, SEC hoặc Văn phòng tội phạm kinh tế của Cảnh sát hoàng gia Thái Lan.

Sự tin tưởng trong hệ thống giao dịch: Hệ thống giao dịch SET được vi tính hoá từ năm 1991, gia tăng hiệu quả và sự minh bạch. Hệ thống giao dịch ARMS có thể xử lý 600,000 lệnh một ngày.

Hệ thống thanh toán: được kiểm soát bởi công ty TNHH lưu ký chứng khoán (TSD). Hệ thống thanh toán theo tiêu chuẩn toàn cầu là T+3 ngày. TSD cũng xử lý quản trị rủi ro cụ thể:

- Thực hiện việc giao nhận theo tiêu chuẩn quốc tế
- Lưu ký chứng khoán đảm bảo đầy đủ thông tin giữa NĐT, cổ đông và công ty niêm yết khi cần thiết, giảm rủi ro, gia tăng hiệu quả giao dịch, cũng như giảm chi phí cho công ty niêm yết.
- Có thể thanh toán cho chu kỳ T+2, cung cấp thông tin đầy đủ cho NĐT tổ chức và ngân hàng giám sát, khuyến khích NĐT tổ chức nước ngoài tham gia thị trường.
- Luôn có Quỹ thanh toán dự trữ để phòng ngừa thiếu hụt trong thanh toán. SET và TSD cung cấp tiền cho Quỹ này.
- Giám sát thị trường: Chức năng giám sát thị trường của SET được đảm bảo bởi hệ thống điều khiển máy tính điện tử gồm 3 chức năng là cảnh báo, phát hiện và dẫn chứng bằng tư liệu, còn giúp phân tích, điều khiển, làm thuận tiện cho hoạt động của NĐT.
- Công bố thông tin: thị trường được cung cấp đầy đủ thông tin cho các NĐT ra quyết định đầu tư và NĐT tự mình được mời thiết kế nghiên cứu thị trường của chính họ dựa vào dữ liệu từ SET [167].

2.1.4.2. Kinh nghiệm quản lý thị trường của Singapore (SGX)

SGX cho phép các công ty niêm yết có qui mô đủ lớn đáp ứng những yêu cầu về thời gian hoạt động tối thiểu cũng như kết quả sản xuất kinh doanh, công ty niêm yết có qui mô vốn hóa thị trường khối dưới 56 triệu USD, lợi nhuận ròng sau thuế của năm trước không dưới 7 triệu USD, công ty có thời gian hoạt động tối thiểu hai năm tài chính, có tổ chức bảo trợ. Ngoài ra, việc bán tài sản, chuyển nhượng cần được định giá bởi các cơ quan quản lý. SGX tổ chức thị trường điện tử cho giao dịch, thanh toán

chứng khoán và chứng khoán phái sinh. Các trung gian và người phát hành được yêu cầu có chất lượng cao và duy trì hệ thống thanh toán an toàn và hiệu quả. Các qui định này phù hợp với tiêu chuẩn quốc tế. SGX là một trong số ít SGD được xếp hạng AAA ở Châu Á, cho phép các công ty nước ngoài đến niêm yết tại Singapore và những tranh cãi được phân xử tại Trung tâm trọng tài quốc tế. Sức tăng trưởng của thị trường trái phiếu luôn dẫn đầu thế giới, tổng các loại trái phiếu đang lưu hành đạt 131 tỷ USD và là trung tâm giao dịch ngoại hối lớn thứ 4 trên thế giới. Số lượng các tổ chức nước ngoài niêm yết tại SGX hiện chiếm hơn 28% giá trị vốn hoá bao gồm rất nhiều công ty lớn như JP Morgan, Toyota Motors, Ford Motors, Goldman Sachs....bởi Singapore được đánh giá ổn định về chính trị, đạt tiêu chuẩn cao về điều hành doanh nghiệp, chính sách hiệu quả về phát triển thị trường, không có giới hạn tối đa về quyền sở hữu của người nước ngoài trong các công ty Singapore. SGX sẽ giám sát thị trường ở việc giao dịch và thanh toán. Những nhà phân tích của bộ phận giám sát thị trường sẽ có trách nhiệm giám sát thị trường chứng khoán và chứng khoán phái sinh để phát hiện giao dịch bất thường và ban hành lệnh cấm giao dịch đối với trường hợp giao dịch nội gián, làm giá, thao túng thị trường.

Cơ chế bảo vệ nhà đầu tư: SGX tin rằng sự tự tin và tin tưởng của NĐT là sức khoẻ của thị trường tài chính. Ban hành Quỹ trung thực (Fidelity Fund) có qui định bồi thường cho NĐT trong trường hợp các hãng môi giới hoặc quỹ đầu tư bị vỡ nợ.

NĐT khi đến với SGX chắc chắn có môi trường an toàn để đầu tư thông qua trung tâm xử lý thanh toán (clearing house) dẫn đầu của Châu Á. Ở Sở GD, đóng vai trò như một bên trong tất cả các hợp đồng, đặt ra những yêu cầu nhất định về ký quỹ, bảo lãnh thực hiện hợp đồng với những người tham gia giao dịch. Giờ mở cửa từ 9h sáng đến 5 giờ chiều, gồm 750 công ty niêm yết và 70% trái phiếu của Đông Nam Á được niêm yết ở SGX. SGX có trung tâm quản lý rủi ro Châu Á và trung tâm giao dịch CK phái sinh đã ghi lại thành công của Asian index Futures như Nikkei 225, MSCI Taiwan, CNX Nifty và FTSE China A50. Sản phẩm và dịch vụ rất đa dạng ngoài cổ phiếu và trái phiếu còn có chứng khoán phái sinh như chỉ số vốn, lãi suất, chỉ số cổ tức, giao dịch hàng hoá (cao su, năng lượng, kim loại), hợp đồng forward, swaps... Bên cạnh dịch vụ lưu ý chứng khoán, dịch vụ môi giới rất phát triển ngoài việc duy trì hệ thống

tài khoản khách hàng, giúp khách hàng giao dịch tự động, gửi các loại thông kê giao dịch, hợp đồng khách hàng còn có dịch vụ tư vấn đầu tư. Việc công bố thông tin rất minh bạch được phân theo nhóm ngành nghề và nhóm sản phẩm cho phép kết nối linh hoạt, mọi lúc mọi nơi [156].

2.1.4.3. Kinh nghiệm quản lý thị trường của Đài Loan (Taiwan stock exchange TSE)

Cơ sở hạ tầng thị trường gồm 3 Sở giao dịch Sở GDCK Đài Loan, Sở GDCK GreTai, SGD hợp đồng tương lai Đài Loan. Các loại giao dịch và giờ giấc giao dịch rất linh hoạt như giao dịch mua bán ngoài giờ, giao dịch lô lẻ, giao dịch bán đấu giá, đấu thầu từ 1:40pm đến 4:00pm. Hệ thống giao dịch chính thức từ 9 giờ sáng đến 1:30 chiều. TSE ban hành rất nhiều qui định, văn bản luật để qui định hoạt động của thị trường cho NĐT cá nhân và tổ chức như qui định giao dịch cổ phiếu được tài trợ bởi Chính phủ, cổ phiếu công ty đại chúng, cổ phiếu OTC, qui định phát hành chứng quyền, qui định về công bố thông tin, qui định giao dịch cổ phiếu và chứng khoán phái sinh giữa Đài Loan và Trung Quốc phát hành 59 qui định và nội qui giao dịch trên thị trường [163].

2.1.4.4. Kinh nghiệm quản lý thị trường chứng khoán Malaysia

Bursha Malaysia (BM) là một trong những thị trường lớn nhất Châu Á. Hiện có 818 công ty niêm yết, các sản phẩm bao gồm chứng khoán (cổ phiếu, trái phiếu), chứng khoán phái sinh (hàng hoá, vốn cổ phần, tài chính) và chia tách thị trường riêng dành cho đạo hồi (Islamic Market).

Bursha Malaysia chú tâm xây dựng nguồn nhân lực từ các cơ quan quản lý của Chính phủ, tới các tổ chức cá nhân tham gia thị trường, trung tâm đào tạo về chứng khoán.... Chương trình đào tạo được tổ chức đa dạng, đáp ứng nhu cầu thực tế cho các đối tượng tham gia, giá trị vốn hoá thị trường đạt hơn 264 tỷ USD, đội ngũ quản lý tại các định chế tài chính có trình độ chuyên môn cao. BM chú trọng phát triển công nghệ hiện đại giúp xử lý giao dịch nhanh hơn và hiệu quả, giao dịch mua bán được nhanh hơn và quản lý Nhà nước trên hệ thống thông tin được chính xác và có hiệu quả [157].

2.1.4.5. Những bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Thông qua việc xem xét kinh nghiệm xây dựng, phát triển TTCK của một số nước ở khu vực Châu Á. Các bài học Việt Nam có thể áp dụng để xây dựng TTCK cho mình, cụ thể như sau:

Thứ nhất, phát triển các loại chứng khoán phái sinh để đa dạng hoá cơ hội và giảm thiểu rủi ro cho NĐT trước hết là sản phẩm quyền chọn VN-index, HNX index, các sản phẩm hợp đồng Future, Forward, Swaps kết nối với thị trường hàng hoá, lãi suất, tỷ giá hối đoái...

Thứ hai, tạo cơ hội cho các công ty nước ngoài vào niêm yết tại SGD CK Hồ Chí Minh và Hà Nội đồng thời tạo cơ hội cho các công ty Việt Nam đến giao dịch tại các SGD uy tín như ở Singapore, Malaysia, Đài Loan...[156], [157], [163].

Thứ ba, Việt Nam có thể học hỏi TTCK Singapore như một khuôn mẫu hoàn chỉnh về sự phát triển của thị trường tài chính ASEAN nói riêng và Châu Á nói chung ở khía cạnh ổn định về chính trị, đạt tiêu chuẩn cao về điều hành doanh nghiệp, chính sách phát triển thị trường hiệu quả, không có giới hạn tối đa về quyền sở hữu của người nước ngoài tại công ty Singapore sau khi được xem xét kỹ lưỡng ngành nghề [156]. Ngoài ra, Việt Nam có thể học hỏi Malaysia ở khía cạnh đào tạo nhân sự cho thị trường và ứng dụng công nghệ thông tin vào giao dịch và quản lý để nâng TTCK Việt Nam lên tầm cao mới [157]. Bên cạnh đó Việt Nam cần học hỏi Đài Loan trong việc tách một SGD làm SGD TTCK phái Sinh và tiến hành cho đi đào tạo nhân sự, thuê chuyên gia từ SGD Hợp Đồng Tương Lai Đài Loan giúp hướng dẫn, thiết kế và vận hành TTCK phái sinh Đài Loan tại Việt Nam nhằm giúp đa dạng các loại hàng hoá trên TT, NĐT Việt Nam có thêm một sự lựa chọn để đầu tư và quan trọng nhất giúp NĐT giảm thiểu được rủi ro của mình khi đầu tư vào các hàng hoá trên TTCK [163].

Thứ tư, giờ giao dịch linh hoạt, đẩy mạnh ứng dụng công nghệ thông tin vào đặt lệnh giao dịch, hoàn thiện các cơ chế bảo vệ nhà đầu tư, làm chặt chẽ các qui định công bố thông tin và thông tin kết nối 24/24 cho các NĐT đặt lệnh [156].

Bảng 2.1: Một số thông tin TTCK của một số quốc gia Châu Á năm 2012

Nước	Số lượng công ty niêm yết	Vốn hoá thị trường của các công ty niêm yết (tỷ USD)	Tổng vốn hoá thị trường/GDP (%)	Tổng giá trị cổ phiếu giao dịch/GDP (%)	Tổng giá trị cổ phiếu giao dịch (tỷ USD)	Tốc độ luân chuyển của CP được giao dịch
Singapore	472	414	150,8	57	157	43,3
Malaysia	921	476	156,9	41	125	28,6
Thái Lan	502	383	104,8	62,8	230	70,4
Trung Quốc	2494	3,697	44,9	70,8	5,827	164,4
Philippines	268	264	105,5	13,9	35	16,2
Indonesia	459	397	45,2	10,4	92	23,3
Việt Nam	311	33	23,2	2,4	3,4	13,2

Nguồn: World Bank Indicators,

<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO>, ngày truy cập 20/8/2013.

Thứ năm, sát nhập hai SGDCK thành một SGDCK duy nhất nhằm đảm bảo việc hạn chế chia cắt thị trường, chênh lệch về giá cả, hạn chế tính cạnh tranh nội bộ, lãng phí cơ sở vật chất. Trên thực tế, nhiều quốc gia sát nhập các SGDCK lại với nhau để tăng nội lực của SGDCK và có đủ điều kiện tốt hơn để hội nhập với các SGDCK trong khu vực như SGDCK Thái Lan, SGDCK Singapore, SGDCK Malaysia [136], [137], [147]... Trên cơ sở đó tạo điều kiện chuyên môn hóa chuyên môn cho các SGDCK, một Sở phụ trách cổ phiếu, Sở còn lại phụ trách trái phiếu hoặc các loại chứng khoán phái sinh.

Thứ sáu, tăng cường sự khuyến khích với các công ty niêm yết trên SGDCK như cho phép sử dụng chứng khoán của công ty niêm yết như là một phương tiện đặt cọc hoặc bảo lãnh thanh toán với công ty thuộc sở hữu Nhà nước. Song song với biện pháp thúc đẩy cổ phần hóa bằng cách giảm các loại thuế cho việc phát hành, thủ tục đăng ký phát hành minh bạch, đơn giản [156].

2.2. TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ VAI TRÒ CỦA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

2.2.1. Khái niệm về Tăng trưởng kinh tế

Tăng trưởng kinh tế là vấn đề trung tâm của kinh tế vĩ mô bởi nó là điều kiện tiên quyết để phát triển kinh tế, vì vậy có rất nhiều khái niệm tăng trưởng được phát biểu như sau:

Theo Douglass C. North và Robert Paul Thomas (1973) đã kết luận rằng “*tăng trưởng kinh tế xảy ra nếu sản lượng tăng nhanh hơn dân số*” [68, trang 120]. Trong khi đó Hendrik Van den Berg cho rằng “*Tăng trưởng kinh tế là tăng phúc lợi cả con người*” [25, trang 12].

Theo Simon Kuznets (1966) cho rằng “*Tăng trưởng kinh tế của một nước là sự tăng lâu dài về khả năng cung cấp ngày càng tăng các mặt hàng kinh tế đa dạng cho số dân của mình, khả năng ngày càng tăng này dựa trên công nghệ tiên tiến và những điều chỉnh về thể chế và hệ tư tưởng mà nó đòi hỏi*”. Ông cũng cho rằng “*Tăng trưởng kinh tế là sự gia tăng bền vững về sản phẩm tính theo đầu người*” [129, trang 529].

Theo Paul Athony Samuelson cho rằng “*Tăng trưởng kinh tế là sự mở rộng tổng sản phẩm quốc nội (GDP) hay sản lượng tiềm năng của một nước. Nói cách khác, tăng trưởng diễn ra khi đường giới hạn khả năng sản xuất (PPF) của một nước dịch chuyển ra phía ngoài*” [125, trang 395].

Nhìn chung, các khái niệm đều thống nhất cho là “*Tăng trưởng kinh tế là sự gia tăng về quy mô sản lượng của nền kinh tế trong một thời kỳ nhất định*” [19, trang 22]. Như vậy, tăng trưởng kinh tế của một quốc gia thường được xét ở các phương diện sau:

- **Tăng trưởng kinh tế theo chiều rộng và tăng trưởng theo chiều sâu:** tăng trưởng theo chiều rộng phản ánh tăng sản lượng do tăng qui mô nguồn vốn, số lượng lao động và tài nguyên thiên nhiên được khai thác còn tăng trưởng theo chiều sâu thể hiện sự gia tăng sản lượng do tác động của năng suất các nhân tố tổng hợp (TFP). TFP phản ánh hiệu quả sử dụng các nguồn lực, sự thay đổi công nghệ, trình độ lành nghề của công nhân, trình độ quản lý... Đây là bộ phận quan trọng nhất quyết định

đến chất lượng tăng trưởng cho nên muốn tăng trưởng theo chiều sâu thì phải dựa vào khoa học công nghệ, vào nguồn nhân lực chất lượng cao và vào những thể chế kinh tế và các giải pháp mà các nhà khoa học đưa ra [19, trang 24].

- **Tăng trưởng trong ngắn hạn và tăng trưởng trong dài hạn:** với tiêu chí đo lường không phải là thời gian mà là sự điều chỉnh về mặt kinh tế. Nhìn từ góc độ các nhân tố đóng góp vào tăng trưởng thì ngắn hạn và dài hạn có mối liên hệ với nhau thông qua tiết kiệm và đầu tư nghĩa là việc hy sinh tiêu dùng trong hiện tại có thể tạo ra mức sản lượng cao hơn trong tương lai [19, trang 22].

2.2.2. Chỉ tiêu đo lường tăng trưởng

Quy mô của một nền kinh tế được thể hiện bởi:

Tổng sản phẩm quốc nội (GDP) là giá trị của toàn bộ lượng hàng hoá và dịch vụ cuối cùng được sản xuất ra trên phạm vi lãnh thổ một nước, trong một thời gian nhất định thường là một năm [25, trang 10].

Tổng sản phẩm quốc dân (GNP) là giá trị của toàn bộ lượng hàng hoá và dịch vụ cuối cùng do công dân một nước tạo ra trong một khoảng thời gian nhất định thường là một năm [25, trang 10].

GDP/người hay GNP/người hoặc thu nhập bình quân đầu người (PCI): phản ánh tăng trưởng kinh tế có tính đến sự thay đổi dân số, được tính bằng cách lấy GDP hoặc GNP chia cho tổng số dân [25, trang 10].

Đo lường tăng trưởng kinh tế có thể dùng hai nhóm chỉ tiêu sau:

+ Nhóm chỉ tiêu phản ánh lượng tăng tuyệt đối cho biết mức chênh lệch giữa hai kỳ cần so sánh: $\Delta Y = Y_t - Y_0$

+ Nhóm chỉ tiêu phản ánh mức tăng tương đối cho thấy quy mô gia tăng nhanh hay chậm qua mỗi thời kỳ, được thể hiện bằng tốc độ tăng trưởng sản lượng hay thu nhập.

Có 3 cách xác định tốc độ tăng trưởng kinh tế:

Bảng 2.2: Cách xác định tốc độ tăng trưởng kinh tế

Tốc độ tăng sản lượng định gốc	$g_y = \frac{Y_t - Y_0}{Y_0} \times 100\%$
Tốc độ tăng sản lượng liên hoàn	$g_y = \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}} \times 100\%$
Tốc độ tăng bình quân hàng năm của một giai đoạn ($\bar{g}_y$)	$\bar{g}_y = \left(\sqrt[n]{\frac{Y_t}{Y_0}} \right) \times 100\%$

Nguồn: [43, trang 22]

Trong đó:

g_y : Tốc độ tăng trưởng của sản lượng Y: GDP hay GNP là chỉ số thực.

0, t, t-1: thời điểm gốc, t và t-1.

n: Tổng số năm trong giai đoạn tính từ năm thứ 0.

Các chỉ tiêu này được sử dụng khá phổ biến và là các chỉ tiêu quan trọng để đánh giá tổng quan tình hình kinh tế của mỗi nước, là căn cứ để dự báo sự phát triển của nền kinh tế trong những năm sau. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng kinh tế chưa phải là chỉ tiêu hoàn hảo, phản ánh đầy đủ chất lượng tăng trưởng kinh tế. Trên thực tế, sự ổn định của tăng trưởng đóng vai trò quan trọng. Nếu tăng trưởng không bền vững thì không có cơ sở để đảm bảo tăng trưởng nhanh sẽ được duy trì thậm chí có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng tương lai do niềm tin của NĐT bị giảm sút. Hơn nữa, nếu tốc độ tăng trưởng kinh tế càng không ổn định, tốc độ tăng trưởng bình quân càng thấp. Mặt khác, tăng trưởng không ổn định có thể tác động xấu đến các nhóm người khác nhau trong xã hội như người nghèo [19, trang 23].

Luận án sử dụng chỉ tiêu tốc độ tăng trưởng sản lượng liên hoàn để đo lường cho biến ECOGROWTH.

2.2.3. Các nhân tố của sự tăng trưởng kinh tế

Dựa trên các lý thuyết kinh tế học có nhiều nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế nói chung của một quốc gia. Ngoài các yếu tố chính là nguồn vốn, lao động, các lý thuyết tăng trưởng mới đã nhấn mạnh vai trò của chuyên môn hoá và cải tiến kỹ

thuật, tiến bộ công nghệ sẽ giúp nâng cao hiệu quả của vốn và lao động. Ngoài ra, còn nhấn mạnh về vai trò của tri thức, vốn nhân lực, nghiên cứu và phát triển, lợi suất tăng lên theo quy mô, vai trò của ngoại thương, xuất khẩu, thể chế Trong các yếu tố đó bao gồm:

Trước hết, nguồn vốn có vai trò rất quan trọng đối với tăng trưởng và phát triển kinh tế. Vốn bao gồm vốn đầu tư và vốn sản xuất. Sự tác động của vốn đầu tư và vốn sản xuất đến phát triển kinh tế không phải là quá trình riêng lẻ mà nó là sự kết hợp, đan xen lẫn nhau, tác động liên tục vào nền kinh tế. Cách phân loại khác là nguồn vốn bao gồm vốn đầu tư tư nhân, chính phủ và đầu tư nước ngoài. Vốn đầu tư của toàn xã hội ngoài máy móc, thiết bị dùng cho sản xuất mà còn lượng vốn đầu tư để phát triển lợi ích chung của toàn xã hội nhằm phát triển cơ sở hạ tầng do Chính phủ đầu tư phần lớn. Nền kinh tế tăng trưởng cao không chỉ là việc tăng khối lượng vốn đầu tư, mà còn tăng hiệu quả sử dụng vốn, quản lý vốn chặt chẽ, đầu tư vốn hợp lý vào các ngành, các lĩnh vực trong nền kinh tế. Harod Domar đã nêu ra công thức tính hiệu suất sử dụng vốn sản phẩm gia tăng ICOR đó là tỷ lệ tăng đầu tư chia cho tỷ lệ tăng của GDP. Kinh nghiệm rằng để tăng 1% GDP, phải tăng đầu tư lên 3%. Các nhà kinh tế học đã khẳng định vai trò của vốn đầu tư đối với tăng trưởng bao gồm Solow (1956); Mankiw, Romer và Weil (1992) [125], [106], [117]. Ngày nay, vốn đầu tư và vốn sản xuất được coi là yếu tố quan trọng của quá trình sản xuất. Vốn sản xuất vừa là yếu tố đầu vào vừa là sản phẩm đầu ra của quá trình sản xuất. Vốn đầu tư không chỉ là cơ sở để tạo ra vốn sản xuất, tăng năng lực sản xuất của các doanh nghiệp và của nền kinh tế, mà còn là điều kiện để nâng cao trình độ khoa học-công nghệ, góp phần đáng kể vào việc đầu tư theo chiều sâu, hiện đại hoá quá trình sản xuất. Việc tăng vốn đầu tư cũng góp phần vào việc giải quyết công ăn, việc làm cho người lao động khi mở ra các công trình xây dựng và mở rộng quy mô sản xuất. Cuối cùng, cơ cấu sử dụng vốn đầu tư là điều kiện quan trọng tác động vào việc chuyển dịch cơ cấu kinh tế đất nước.

Trong TTCK, nguồn vốn tạo ra do NĐT trong nước thực hiện hoặc đầu tư gián tiếp nước ngoài FPI (Foreign Portfolio Investment). Trong đó FPI đóng vai trò quan trọng bởi “*FPI là hình thức đầu tư thông qua việc mua cổ phần, cổ phiếu, trái phiếu, các giấy tờ có giá khác, quỹ đầu tư chứng khoán và thông qua định chế tài chính trung*

gian khác mà NĐT không trực tiếp tham gia quản lý hoạt động đầu tư” [71]. FPI có ưu điểm khi đổ vào Việt Nam sẽ làm tăng lượng vốn đầu tư gián tiếp trên thị trường vốn trong nước làm tổng đầu tư gián tiếp xã hội tăng lên. Bên cạnh đó, FPI tạo cơ hội đa dạng hóa lựa chọn phương thức đầu tư, giúp NĐT trong nước nâng cao kiến thức, kinh nghiệm, kỹ năng... Đặc biệt sẽ làm TTCK Việt Nam trở nên cân đối, sôi động hơn, khắc phục sự trống vắng, trầm lắng, làm dịch vụ chứng khoán gia tăng, góp phần nâng cao năng lực và hiệu quả quản lý Nhà nước theo yêu cầu hội nhập quốc tế. Duram (2003) cho rằng FPI có ảnh hưởng trực tiếp lẫn gián tiếp đến tăng trưởng phụ thuộc vào khả năng hấp thụ dòng vốn như sự phát triển TTTC, tín dụng ngân hàng, hệ thống pháp lý tình trạng tham nhũng và xếp hạng hệ số tín nhiệm của quốc gia đó. Luận án đề cập đến vai trò quan trọng của TTCK là tạo ra nguồn vốn làm động lực cho sự phát triển trên cơ sở xem xét hai đối tượng chính từ phía cầu đó là NĐT nước ngoài và NĐT trong nước.

Thứ hai, nguồn lao động. Schultz (1961) cho rằng vốn con người bao gồm trình độ học vấn, kỹ năng, kỷ luật lao động và di cư để tìm các cơ hội nghề nghiệp tốt hơn [125]. Nguồn nhân lực khác các nguồn lực khác là khó mua và vay mượn, các nhà nghiên cứu như Romer (1986); Mankiw (1992); Lucas (1993) đã chứng minh được vai trò to lớn của nguồn nhân lực [117], [106], [114].

Thứ ba, tiến bộ công nghệ. Sự thay đổi công nghệ không ngừng giúp tăng năng suất lao động, tiết kiệm lao động, tạo ra nhiều sản phẩm hơn trên cùng một đơn vị thời gian, tạo nhiều ngành nghề và sản phẩm mới.... Solow (1991) cho rằng sản phẩm biên của các yếu tố sản xuất sụt giảm cho nên tăng trưởng bền vững chỉ có thể thực hiện thông qua việc thay đổi công nghệ bởi việc áp dụng công nghệ làm giảm chi phí thực tế [125].

Thứ tư, xuất khẩu. Đây là tác động trực tiếp bởi nó là một thành phần của tổng sản phẩm bởi xuất khẩu làm tăng nhu cầu trong nền kinh tế giúp mở rộng thị trường cho sản xuất nội địa. Tăng trưởng kinh tế hướng về xuất khẩu làm cải thiện quá trình phân bổ nguồn lực và cạnh tranh quốc gia, xuất khẩu cũng làm tăng đầu tư trong nước do thu hút đầu tư nước ngoài, giúp giảm bớt ràng buộc về cán cân thương mại, thúc đẩy thay đổi công nghệ và cải thiện nguồn vốn nhân lực qua đó làm tăng năng suất [42].

Thứ năm, thể chế nhất là thể chế kinh tế. Adam Smith (1723–1790), trong tác phẩm nổi tiếng của mình “Bàn về nguồn gốc giàu có của các quốc gia”, cũng cho rằng, *không chỉ tích lũy vốn mà cả tiến bộ công nghệ cùng với các nhân tố xã hội và thể chế đều đóng một vai trò quan trọng trong quá trình phát triển kinh tế của một nước* [20, trang 27]. Theo World Bank (2002), thể chế có tác động đến tăng trưởng và phát triển kinh tế thông qua hai kênh: hỗ trợ thị trường hoạt động mở rộng và hiệu quả hơn, và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và giảm nghèo đói [20, trang 25]. Trên thực tế khi thị trường mở rộng và hiệu quả, giúp những người tham gia thị trường tiếp cận đầy đủ cơ hội và sự chọn lựa, chi phí giao dịch giảm do đầy đủ thông tin. Thể chế tốt giúp quản lý rủi ro, truyền tải thông tin về thị trường, hàng hóa, xác định và thi hành quyền sở hữu rõ ràng, khuyến khích cạnh tranh trên thị trường. Đồng thời, tạo động cơ kích thích đúng đắn các bên tham gia thị trường trong việc lựa chọn hàng hóa sản xuất kinh doanh, thúc đẩy việc ứng dụng công nghệ mới, tăng năng suất lao động và tốc độ tăng trưởng trong ngắn và dài hạn (Acemoglu và Robinson (2012)). Thể chế tốt còn giảm được mức độ “siêu lợi nhuận” của các doanh nghiệp, bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng, gia tăng cơ hội cho họ trong tiếp cận vốn, tín dụng, y tế, giáo dục... Nhiều nghiên cứu cũng khẳng định mối quan hệ chặt chẽ giữa thể chế và chất lượng tăng trưởng kinh tế như nghiên cứu của Hahn và Kim (2001) ngoài việc khẳng định vai trò của tích lũy vốn, đã nhấn mạnh đến ý nghĩa to lớn của chính sách mở cửa và đặc biệt là của thể chế đối với tăng trưởng bền vững của một số nền kinh tế Đông Á. Easterly (2009) cho rằng, chất lượng thể chế của một quốc gia có ảnh hưởng đến tham nhũng. Một thể chế hành chính chất lượng cao được thực hiện trên một hệ thống thưởng phạt nghiêm minh sẽ kiểm soát tham nhũng vì tham nhũng tác động rất xấu đến tăng trưởng và phát triển kinh tế.

Luận án xem xét yếu tố thể chế bởi vì trong chương giải pháp có đề cập đề cơ quan quản lý Nhà nước bao gồm UBCKNN, SGDCK, SLKCK bởi đóng góp tích cực mà TTCK có thể thực hiện đối với quá trình phát triển kinh tế phụ thuộc vào việc thiết kế và vận hành TTCK (Hermes và cộng sự (2000, trang 509) [82]. Việc chọn lựa cơ cấu tổ chức và thể chế cụ thể cũng tạo ra một tập hợp mong muốn các chức năng quản lý và giám sát của Chính phủ. Tuy nhiên, một TTCK tự bản thân nó không thể tạo ra

tăng trưởng và phát triển kinh tế, nếu không có một nền tảng và nguồn lực vững mạnh của Chính phủ và các cơ quan quản lý Nhà nước (Lê Trung Hiếu (2014)). Các quyền sở hữu đảm bảo cũng như luật pháp về chứng khoán và TTCK, dịch vụ công, tạo ra hợp đồng và trao đổi chuyển nhượng chứng khoán, các chính sách đảm bảo các quyền sở hữu tư nhân là quan trọng, vì chỉ những người được bảo đảm các quyền này mới sẵn lòng đầu tư và gia tăng năng suất...[9]. Tất cả đều dựa vào cơ quan quản lý Nhà nước—thể chế với khả năng cưỡng chế để áp đặt trật tự, ngăn ngừa hành vi không tốt trên thị trường, đem lại một trật tự thị trường lành mạnh nhằm giúp TTCK phát triển nhanh và bền vững trong tương lai.

2.2.4. Hiệu quả sử dụng các nguồn lực đầu vào

Sử dụng hiệu quả nguồn lực đầu vào là tiêu chí quan trọng nhất để đánh giá chất lượng tăng trưởng của một quốc gia. Hiệu quả sử dụng các yếu tố đầu vào được đánh giá trên các mặt: hệ số gia tăng vốn sản lượng (ICOR), năng suất lao động và hiệu quả năng suất các nhân tố tổng hợp [44, trang 50].

2.2.4.1. Hiệu quả sử dụng vốn

Được đo lường bằng hệ số gia tăng vốn sản lượng ICOR của mô hình Harrod-Domar. Hệ số ICOR của thời kỳ (t+1) phản ánh mức vốn sản xuất gia tăng cần có để tạo ra một đơn vị gia tăng sản lượng của thời kỳ đó; ICOR cao biểu hiện đầu tư kém hiệu quả, lãng phí vốn đầu tư, ngược lại ICOR thấp cho thấy tình trạng đầu tư nghèo nàn.

Công thức xác định ICOR: $ICOR = \frac{\Delta K_{t+1}}{\Delta Y_{t+1}} \quad (1)$

Biến đổi công thức (1) ta sẽ có $g_{Y_{t+1}} = \frac{s_t}{ICOR} \quad (2)$

Trong đó: $g_{Y_{t+1}}$ là tốc độ tăng trưởng của năm t+1, s_t là tỉ lệ tiết kiệm chiếm trong GDP năm t.

Đẳng thức (2) cho thấy tốc độ tăng trưởng kinh tế tỉ lệ thuận với tỉ lệ tiết kiệm s nhưng tỉ lệ nghịch với ICOR. Như vậy, ICOR càng thấp nền kinh tế càng tăng trưởng cao thể hiện nguồn vốn được sử dụng có hiệu quả, tăng trưởng càng có chất lượng [44, trang 53].

2.2.4.2. Năng suất lao động

Năng suất lao động là số lượng sản phẩm hay dịch vụ mà một lao động tạo ra trong một đơn vị thời gian. Phạm trù năng suất lao động hẹp hơn so với năng suất song lại giữ vị trí quan trọng trong mối quan hệ giữa đầu vào và đầu ra. Năng suất lao động phải được xem trên hai mặt: số lượng và chất lượng. Chất lượng lao động phụ thuộc vào kiến thức, kỹ năng, trình độ chuyên môn, sức khỏe, mức độ trang bị công cụ lao động, động lực và thái độ lao động, các yếu tố tổ chức quản lý.....Do đó, nâng cao chất lượng lao động chính là nâng cao vốn nhân lực, nâng cao năng suất và thúc đẩy tăng trưởng song để làm được điều này đòi hỏi phải có sự đầu tư vào dịch vụ y tế, chăm sóc sức khỏe nhất là tăng cường đầu tư cho hoạt động giáo dục vì đây là khu vực sản xuất tri thức, tích tụ trong vốn nhân lực tạo sự tăng trưởng vĩnh viễn. Đây là chỉ tiêu quan trọng nhất đại diện cho hiệu quả sử dụng lao động và đánh giá chất lượng tăng trưởng của nền kinh tế.

2.2.4.3. Năng suất nhân tố tổng hợp

Nhằm đo lường yếu tố khoa học công nghệ ảnh hưởng như thế nào đến tăng trưởng kinh tế có thể sử dụng mô hình Solow được ứng dụng từ hàm sản xuất Cobb-Douglas với các giả định là thị trường vốn và lao động là cạnh tranh hoàn hảo [40, trang 78].

Hàm sản xuất có hiệu suất không đổi theo quy mô: $Y = T.K^{\alpha}.L^{\beta}.R^{\gamma}$

Hay có dạng tuyến tính: $g_Y = t + \alpha k + \beta l + \gamma r$

Với-K, L, R, T: là qui mô vốn, lao động, tài nguyên thiên nhiên và KHCN.

K, l, r: tốc độ tăng trưởng của K, L, R

α, β, γ : Hệ số co giãn của sản lượng theo K, L, R với $\alpha + \beta + \gamma = 1$

t: Năng suất nhân tố tổng hợp

Cách tiếp cận theo Solow khắc phục được yếu điểm của việc đo lường chất lượng tăng trưởng bằng tốc độ tăng trưởng vì: (i) Phản ánh được mặt chất của tăng trưởng ở một mức độ nhất định; (ii) Chỉ ra sự phụ thuộc của tốc độ tăng trưởng và quy mô, chất lượng và các cách thức phối hợp của các tổ đầu vào; (iii) Nhận diện được nguồn gốc của tăng trưởng theo thời gian và lượng hoá được đóng góp của các nhân tố đó trong tăng trưởng. Tuy nhiên, do mô hình của Solow đòi hỏi những điều kiện ràng buộc chặt

chế như vậy nên việc ước lượng TFP cũng phải cân nhắc đến độ sai của nó [125, trang 69].

Mô hình của Solow sau này được phát triển bởi Mankiw-Romer và Weil với yếu tố vốn con người được bổ sung, nhờ đó đã giải thích nhiều hơn cho đóng góp TFP. Về kỹ thuật đo lường TFP cũng có nhiều phương pháp như hạch toán tăng trưởng, hồi quy, tính đại lượng bình quân [106], [117].

2.2.5. Lý thuyết nền về tăng trưởng kinh tế giải thích mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển thị trường chứng khoán

Luận án dựa trên lập luận của các lý thuyết tăng trưởng cổ điển, tân cổ điển, lý thuyết tăng trưởng nội sinh và lý thuyết tăng trưởng Keynes để làm nền tảng cho nghiên cứu. Các nguồn lực cần thiết cho tăng trưởng điểm hình có thể kể đến là tài nguyên thiên nhiên, vốn, lao động, công nghệ...được sử dụng hiệu quả sẽ gia tăng số lượng và chất lượng tăng trưởng trong ngắn hạn cũng như dài hạn. Trong một nền kinh tế đóng, mô hình tăng trưởng cổ điển Harrod-Domar đã cho thấy tỷ lệ tiết kiệm quốc gia, vốn-sản lượng quốc gia sẽ hỗ trợ mức tăng trưởng của tổng sản phẩm quốc dân. Sự mở rộng nguồn vốn mới thông qua đầu tư chỉ thực hiện được khi nền kinh tế tiết kiệm được một phần thu nhập quốc dân. Mô hình này có một số điểm hạn chế nhất định do dựa vào giả định hệ số cố định làm mô hình trở nên không chính xác trong một khoảng thời gian dài, thiếu sự linh hoạt khi một doanh nghiệp thay đổi các yếu tố đầu vào của quá trình sản xuất thực tế. Solow (1956) đã giới thiệu mô hình tăng trưởng tân cổ điển dựa trên sự phát triển mô hình Harrod-Domar, các tỷ số vốn-sản xuất và vốn-lao động thay đổi theo nguồn vốn và lao động của nền kinh tế và quá trình sản xuất. Cả Harrod-Domar và Solow đều xét đến vai trò của vốn sản xuất thông qua tiết kiệm và đầu tư đối với phương trình tăng trưởng. Hàm Cobb-Douglas: $Y = F(K, AL) = K^{\alpha} (AL)^{1-\alpha}$, $0 < \alpha < 1$, trong đó sản lượng Y, mức vốn K, số lao động L, tiến bộ công nghệ hay hiệu quả của lao động A [26, trang 78].

Lý thuyết tăng trưởng truyền thống thường không khám phá mối quan hệ giữa trung gian tài chính và tăng trưởng kinh tế bởi nó giả định trạng thái không thay đổi của cổ phiếu vốn trên mỗi người lao động. Ngoài vốn, lao động còn có tiến bộ công nghệ là các yếu tố chính trong hàm tăng trưởng. Xu hướng gần đây khám phá mối

quan hệ giữa sự phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế nảy sinh từ sự nhìn thấu bên trong của mô hình tăng trưởng nội sinh khi mà tỷ lệ tăng trưởng sẽ tự chống đỡ mà không có tiến bộ công nghệ và bị ảnh hưởng bởi những thuộc tính ban đầu khác nhau của nền kinh tế (Agarwal, Sumit, 2001) [47, trang 50]. Các yếu tố khác như chính sách, cách tổ chức hay thể chế làm sao đưa các trung gian tài chính hoạt động hiệu quả sẽ dẫn đến một thị trường tài chính hiệu quả. Theo chiều rộng, phát triển tài chính dựa chủ yếu vào yếu tố vốn đầu tư và lao động. Do đó, phát triển kinh tế hay tăng trưởng kinh tế theo sự phát triển tài chính và TTCK có thể hiểu là sự gia tăng vốn phù hợp với sự gia tăng của lao động. Theo chiều sâu, phát triển tài chính là sự gia tăng tỷ lệ các tài sản tài chính so với GDP.

Với sự phát triển ra sau, lý thuyết tăng trưởng nội sinh của Lucas (1988) đã làm rõ vai trò của phát triển tài chính đối với tăng trưởng kinh tế trong dài hạn dựa vào việc tích lũy vốn và đổi mới công nghệ của các dịch vụ tài chính khu vực. Việc huy động nguồn tiết kiệm, thu thập thông tin hoạt động đầu tư, tối thiểu hóa rủi ro, phân bổ nguồn lực...là các dịch vụ tài chính đóng góp vào quá trình tích lũy vốn ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế [114].

Ngoài ra, lý thuyết tăng trưởng Keynes tập trung vai trò của đầu tư và tiết kiệm như một thành phần của cầu và việc tích trữ nguồn vốn. Theo Keynes cũng cho rằng hệ thống tài chính tín dụng và lưu thông tiền tệ có vai trò quan trọng trong kích thích lòng tin, tính tích cực và đầu tư của các nhà kinh doanh. Lý thuyết của Keynes nhấn mạnh vai trò điều tiết của Nhà nước thông qua các chính sách kinh tế. Nhà nước có thể đưa thêm tiền vào lưu thông để giảm lãi suất cho vay, khuyến khích nhà kinh doanh mở rộng qui mô đầu tư, sử dụng ngân sách Nhà nước để kích thích đầu tư thông qua các đơn đặt hàng và trợ cấp vốn cho các doanh nghiệp, kiểm soát lạm phát, đánh giá cao vai trò của thuế, công trái Nhà nước để bổ sung ngân sách, mở rộng nhiều hình thức đầu tư, đầu tư vào lĩnh vực nào cũng tốt để tạo nhiều việc làm và mang lại thu nhập. TTCK bản chất góp phần huy động các khoản tiết kiệm để đầu tư từ đó tác động đến tăng trưởng kinh tế. Vì thế TTCK có được xem như nhân tố của tăng trưởng kinh tế (Pearce, 1986) [134]. Bởi bản chất của TTCK giúp huy động các nguồn vốn nhàn rỗi từ các cá nhân và tổ chức gia tăng đầu tư, từ đó động lực cải tiến kỹ thuật gia tăng.

TTCK có tính thanh khoản tốt, NĐT cá nhân và tổ chức dễ dàng đa dạng hoá danh mục, có nhiều sự lựa chọn mua bán, sàng lọc thông tin hiệu quả để rủi ro ít đi và lợi nhuận gia tăng, sức mạnh cho các công ty phát hành gia tăng làm GDP tăng theo. Và khi một nền kinh tế có tốc độ tăng trưởng tốt cũng sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho tiết kiệm và đầu tư tăng chính là đã thúc đẩy TTCK phát triển theo cho phù hợp với trình độ phát triển lên tầm cao mới của một nền kinh tế. Như vậy, khi một nền kinh tế có khả năng hấp thụ vốn tốt trong việc biết khai thác và sử dụng vốn hiệu quả thông qua TTCK sẽ ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng kinh tế.

2.2.6. Vai trò của tăng trưởng kinh tế đối với thị trường chứng khoán

Bản thân tăng trưởng kinh tế đối với một quốc gia có nhiều vai trò khác nhau bởi thành tựu kinh tế vĩ mô của mỗi quốc gia thường được đo bằng sự ổn định, tăng trưởng, công bằng xã hội. Chỉ tiêu này là cơ sở để thực hiện hàng loạt các vấn đề kinh tế, chính trị, xã hội. Trong đó nhấn mạnh các vai trò quan trọng của tăng trưởng kinh tế cụ thể là: (i) Tăng trưởng kinh tế là tiền đề vật chất để giảm bớt tình trạng đói nghèo, khắc phục sự lạc hậu, hướng đến sự giàu có và thịnh vượng [42]; (ii) Tăng trưởng kinh tế tăng tạo tiền đề củng cố an ninh quốc phòng, củng cố chế độ chính trị, gia tăng uy tín và vai trò quản lý của Nhà nước đối với xã hội [96]; (iii) Tăng trưởng kinh tế còn là điều kiện tiên quyết giúp đất nước khắc phục sự tụt hậu về kinh tế so với các nước khác [106]; (iv) Giúp giải quyết và tạo công ăn việc làm, giảm thất nghiệp vì sử dụng tốt hơn lực lượng lao động; (v) Làm gia tăng mức thu nhập của dân cư, tăng phúc lợi xã hội và chất lượng cuộc sống như kéo dài tuổi thọ người già, giảm tỷ lệ suy dinh dưỡng của trẻ em, cải thiện tình trạng giáo dục, y tế, văn hoá, xã hội... cùng phát triển [117].

Tuy nhiên, cùng với những vai trò quan trọng trên, nếu một nền kinh tế có tốc độ tăng trưởng quá cao dễ dẫn đến lạm phát, giá cả đắt đỏ, dân cư giàu lên nhưng làm gia tăng sự phân hoá giàu nghèo, bất bình đẳng trong xã hội, phát triển không bền vững [125]. Vì vậy bên cạnh chỉ tiêu quan trọng này mỗi quốc gia đều cố gắng tìm ra con đường riêng hướng đến sự phát triển bền vững.

Nếu xét về vai trò của tăng trưởng kinh tế đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán cũng bao gồm nhiều nhóm vai trò khác nhau tùy theo cấu trúc nền kinh tế tương ứng với trình độ phát triển của thị trường chứng khoán khác nhau. Cụ thể các vai trò chính có thể kể đến như sau:

Thứ nhất, với sự mở rộng của nền kinh tế sẽ khuyến khích hệ thống ngân hàng, tổ chức tài chính trung gian, và công ty chứng khoán phát triển. Hơn nữa, hoạt động của nền kinh tế dựa trên nhiều yếu tố trong đó đóng vai trò chủ đạo là vốn, có rất nhiều hình thức để huy động nguồn vốn cần thiết trong đó có TTCK, hiệu quả hơn, nhanh hơn, tiết kiệm hơn cũng như tăng cường vị thế của công ty. Qua đó nền kinh tế cũng phát triển và mở rộng thị trường. Do đó, khi nền kinh tế phát triển, doanh nghiệp mở rộng quy mô, đảm bảo kết quả kinh doanh tốt, gia tăng tốc độ tăng trưởng theo [80, trang 140].

Thứ hai, khi tốc độ tăng trưởng kinh tế tăng sẽ tăng số lượng doanh nghiệp đặc biệt là các công ty cổ phần, doanh nghiệp càng nhiều sẽ tạo công ăn việc làm cho nền kinh tế và doanh nghiệp cùng muốn huy động nhiều vốn hơn do đó cũng giúp mở rộng kích cỡ TTCK và tăng tính thanh khoản để đáp ứng nhu cầu của doanh nghiệp [83, trang 356].

Thứ ba, theo Trần Văn Hoàng và Tống Bảo Trân (2014) cho rằng khi kinh tế phát triển, tỉ lệ thất nghiệp giảm, dẫn đến thu nhập khả dụng của người dân và mọi người có xu hướng tiêu dùng nhiều hơn. Khi hàng hóa dịch vụ tăng, các công ty có lợi nhuận dẫn đến giá chứng khoán tăng. Các công ty sẽ cố gắng củng cố niềm tin nhà đầu tư...làm thị trường cũng phát triển theo. Đồng thời, khi nền kinh tế tăng trưởng tốt, sẽ thu hút nhiều vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI và vốn đầu tư gián tiếp FII. Khi lượng vốn đổ vào thị trường lớn, giá có thể tăng cao và ngược lại áp lực bán lớn sẽ làm giá cổ phiếu giảm. Khi có nhiều nhà đầu tư nước ngoài tham gia, giúp cải thiện tính hiệu quả và sự minh bạch thị trường, kéo theo sự năng động và làm thị trường phát triển [35, trang 126, 127].

Thứ tư, một số nhà nghiên cứu tán thành rằng tăng trưởng kinh tế tạo ra nhu cầu cho loại dịch vụ tài chính khác nhau từ đó làm hệ thống tài chính phát triển sẽ đem lại điều lợi cho công ty cần vốn để phát triển [50], [54].

Thứ năm, lý thuyết tăng trưởng của Keynes nhấn mạnh “*điều kiện đảm bảo tái sản xuất bình thường thúc đẩy tăng trưởng kinh tế là giải quyết khủng hoảng và thất nghiệp là thúc đẩy đầu tư bằng tiết kiệm, khuyến khích đầu tư giảm tiết kiệm*” [17, trang 81]. Khi kích thích được doanh nghiệp gia tăng đầu tư, sẽ tăng khối lượng tiền mặt vào lưu thông từ đó giảm được lãi suất cho vay, kích thích mở rộng sản xuất. Khi mở rộng sản xuất doanh nghiệp sẽ khao khát nguồn vốn với giá rẻ từ đó nảy sinh động lực làm TTCK phát triển theo khi số lượng công ty và nhu cầu về vốn gia tăng. Khi một nền kinh tế có tốc độ tăng trưởng cao nghĩa là các doanh nghiệp mở rộng sản xuất kinh doanh và tạo nhiều công ăn việc làm, giải quyết vấn đề thu nhập do đó thu nhập của người dân gia tăng ngoài vấn đề chi tiêu cho tiêu dùng, họ sẽ nghĩ đến các hình thức đầu tư tư nhân khác, một trong các kênh đầu tư đó là đầu tư vào thị trường chứng khoán bằng số tiền tiết kiệm của mình [55, trang 79]. Soukhakian (2007) đã kết luận rằng có mối quan hệ nhân quả một chiều chạy từ thu nhập thực tế bình quân đầu người đến phát triển tài chính, nghĩa là khi thu nhập càng tăng mức độ đầu tư, hệ thống tài chính ở quốc gia đó càng phát triển [132].

Thứ sáu, Levine (1997) kết luận rằng giữa tăng trưởng kinh tế và phát triển TTTC và chứng khoán có mối liên hệ nhân quả như thay đổi trong viễn thông, máy tính, các chính sách khu vực phi tài chính, thể chế, và bản thân tăng trưởng kinh tế ảnh hưởng đến chất lượng của các dịch vụ tài chính và cấu trúc của hệ thống tài chính. Ông tán thành việc cải tiến công nghệ làm chi phí giao dịch thấp hơn, việc chính sách tài khóa và tiền tệ ảnh hưởng đến thuế các trung gian tài chính, việc thay đổi chính trị và thể chế trong nước cũng ảnh hưởng đến việc phát triển TTTC và TTCK [111].

Thứ bảy, theo Patrick (1969) vai trò của tăng trưởng kinh tế đến TTCK và TTTC sẽ thay đổi theo các giai đoạn phát triển. Ở giai đoạn ban đầu, xuất hiện hiện tượng cung kéo chiếm ưu thế (supply leading) tức sự phát triển TTCK và tài chính sẽ dẫn đến tăng trưởng kinh tế. Nhưng sau khi nền kinh tế tăng trưởng thì chiều hướng tác động sẽ ngược lại tức tăng trưởng kinh tế sẽ tác động ngược lại đến TTTC và TTCK bởi ở trạng thái này, nền kinh tế đang tăng trưởng sẽ dẫn đến cầu về dịch vụ tài chính tăng làm phát triển khu vực tài chính và khu vực sản xuất vật chất, làm xuất hiện hiện tượng cầu đẩy (demand-following) chiếm ưu thế hơn so với giai đoạn đầu [135].

2.3. MỐI QUAN HỆ GIỮA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán theo các kết quả các nghiên cứu trước gồm 3 loại quan hệ chính: quan hệ thuận chiều, quan hệ nghịch chiều, không có quan hệ. Trên thực tế, mối quan hệ giữa hai biến số quan trọng này còn phụ thuộc rất nhiều vào trình độ phát triển của nền kinh tế, của thị trường, mức độ hoàn hảo của thông tin trên thị trường cũng như chất lượng hàng hóa tài chính.... và khác nhau ở mỗi quốc gia. TTCK nằm trong hệ thống tài chính có vai trò quan trọng thúc đẩy nền kinh tế phát triển thông qua hai chức năng chính là dẫn vốn và sàng lọc, hỗ trợ các dự án hiệu quả. Đối với chức năng dẫn vốn, hệ thống tài chính điều tiết nguồn vốn từ nơi tạm thời thừa vốn đến nơi tạm thời thiếu vốn, từ đó tích lũy vốn để đầu tư vào nền kinh tế. Việc một đất nước phát triển hệ thống tài chính nói chung và TTCK nói riêng theo chiều sâu nghĩa là khuyến khích tiết kiệm, tăng đầu tư để từ đó có thể tăng tổng sản phẩm quốc nội và thể hiện sự gia tăng tỉ lệ giá trị các tài sản tài chính so với GDP (McKinnon (1991)).

Thứ nhất, mối quan hệ thuận chiều giữa tăng trưởng kinh tế và TTCK được thể hiện trên các khía cạnh cụ thể như sau:

Một là, Hick (1969) cho rằng ở thế kỷ 19 - giai đoạn đầu tiên trong lịch sử, nhiều dự án đầu tư tư nhân có qui mô lớn nhưng không được cấp vốn bởi những cá nhân và tổ chức. Những cải tiến về công nghệ của cuộc cách mạng công nghiệp càng diễn ra mạnh hơn khi có TTTC phát triển tốt. Do đó xã hội công nghiệp đòi hỏi hệ thống tài chính tốt thích nghi được khi các công ty niêm yết có thể được cung cấp tài chính trong dài hạn [85]. NĐT cũng muốn đa dạng hóa rủi ro năng suất liên quan dự án đầu tư tư nhân. Nếu không có TTCK, khi muốn đầu tư họ phải bỏ ra một số tiền lớn. TTCK cho phép NĐT chỉ cần mua một số lượng cổ phần nhỏ trong một công ty lớn. Nhờ việc làm dễ dàng cho việc đa dạng hóa, TTCK cho phép nền kinh tế đầu tư tương đối nhiều hơn trong một thị trường mới mẻ và nhiều ưu điểm. Điều này sẽ gia tăng tăng trưởng kinh tế (Obstfeld, 1994) [108].

Hai là, Andriy Gamolya (1996) đã cho rằng TTCK phát triển sẽ thúc đẩy kinh tế phát triển bằng cách phân phối hiệu quả các nguồn lực tài chính. Cụ thể: (i) Trong

TTCK chứa đựng những nhân tố có thể dự báo sự chuyển dịch lên xuống của nền kinh tế [48]. Aghion và Howitt (1998) nhận thấy những công ty lớn sử dụng TTCK là một công cụ để huy động vốn bởi vì nhờ tính thanh khoản của mình, hãng có thể huy động vốn một cách nhanh chóng, sau đó phân phối vốn vào các dự án kinh doanh, đầu tư có khả năng sinh lời cao [49]. Cũng nhờ tính thanh khoản này, TTCK giúp giảm rủi ro cho tài sản của những người nắm giữ dễ dàng mua và bán nhanh chóng, chi phí thấp khi họ muốn thay đổi danh mục của mình (Levine, 1991) [97]; (ii) TTCK giúp giảm tỷ lệ tiết kiệm nội địa để gia tăng đầu tư vì rủi ro cao thì sinh lợi nhuận càng cao, những nhà đầu tư dựa vào những nguồn thông tin sẵn có trên thị trường và làm những quyết định đầu tư khôn ngoan, vì vậy sản sinh không ngừng những giá trị gia tăng cho nền kinh tế; (iii) Những nhà đầu tư cá nhân đóng góp vốn vào những tập đoàn lớn, những người cần mượn vốn cố gắng không ngừng để quản lý doanh nghiệp có hiệu quả hơn. Nếu họ không quản lý một cách có hiệu quả, theo qui luật của thị trường tự do, một hãng khác sẽ tiếp quản công ty. Trong nền kinh tế thị trường, quan hệ giữa lợi nhuận và hiệu quả của các hãng đóng góp vào nền kinh tế là khá rõ ràng [91, trang 560]; (iv) TTCK cũng giúp đa dạng hoá rủi ro do vốn tự có của chủ sở hữu dễ dàng được mua bán, chuyển nhượng, TTCK cung cấp số lượng và chất lượng của những công cuộc đầu tư với chi phí thấp. Trong hầu hết nền kinh tế, các hoạt động của TTCK đóng vai trò là chất xúc tác quan trọng cho việc phát triển của các hoạt động kinh tế. Ngoài ra, các Sở giao dịch chứng khoán từ khi ra đời là những người quản lý thị trường; điều tiết hoạt động mua bán, tính thanh khoản, và kích cỡ thị trường bằng những chính sách của mình sao cho có lợi cho nền kinh tế [93, trang 719].

Ba là, một đất nước có thị trường vốn phát triển với tính thanh khoản cao sẽ giảm chi phí trong việc thu hút vốn ở nước ngoài. Nguồn vốn này rất cần thiết cho các nước có thu nhập thấp không có đủ tiết kiệm nội địa (Bencivenga và cộng sự, 1996) [56, trang 155]. Trên thực tế, TTCK nội địa giúp thu hút vốn từ nước ngoài vào, nguồn vốn này rất lớn và phong phú. Mục đích của các công ty nước ngoài đầu tư cổ phiếu vào các thị trường nhằm đa dạng hóa rủi ro toàn cầu, khuyến khích quyết định đầu tư khôn ngoan dựa trên việc tìm hiểu kỹ thông tin từ công ty khát vốn, tham gia quản lý

doanh nghiệp để gia tăng lợi ích cho các cổ đông, gia tăng quỹ tiết kiệm và đầu tư cho các tập đoàn (Gursoy và cộng sự, 1998) [79, trang 127].

Bốn là, vai trò của thị trường vốn cung cấp động lực rõ ràng cho người quản lý ra quyết định đầu tư ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp qua một giai đoạn thời gian, làm sao quản lý và gia tăng giá cổ phiếu không ngừng để gia tăng tài sản người nắm giữ cổ phần, làm hài lòng các cổ đông. Ngoài ra, thị trường này còn tạo ra thông tin về hoạt động đổi mới của doanh nghiệp về công nghệ để giành thế cạnh tranh trên thị trường, vượt qua những đối thủ, gia tăng tài sản của doanh nghiệp (Greenwood và Jovanovic, 1990) [78]. Nhà lãnh đạo doanh nghiệp nỗ lực để giảm thiểu các vấn đề phát sinh tại công ty, tối ưu hóa tài sản của cổ đông. Trong nền kinh tế thị trường mối quan hệ giữa kết quả hoạt động của doanh nghiệp và tăng trưởng kinh tế liên quan mật thiết với nhau (Gursoy và cộng sự, 1998) [79, trang 130].

Năm là, thị trường tài chính nói chung và TTCK nói riêng với các loại chi phí thông tin và giao dịch thông qua các vai trò quan trọng của mình sẽ ảnh hưởng đến các kênh của sự phát triển như tích lũy tư bản và đổi mới kỹ thuật từ đó ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế [66, trang 347]. TTCK tạo ra sự đa dạng hóa trong danh mục đầu tư, NĐT cá nhân và tổ chức tham gia chuyên môn hóa sản xuất, gia tăng hiệu quả.

Sáu là, đa dạng hóa chủ sở hữu cho nguồn vốn tạo ra cuộc cách tân và tiến đến sự tiên tiến ổn định trong thể chế lãnh đạo của doanh nghiệp, điều này thúc đẩy sự tăng trưởng trong tương lai [74, trang 130].

Bảy là, TTCK sẽ khuyến khích tăng trưởng kinh tế dài hạn nhờ việc gia tăng chuyên môn hóa và đạt được cũng như phổ biến thông tin (Greenwood và Jovanovic, 1990) [77]. TTCK cũng dự đoán sẽ cắt giảm chi phí huy động các khoản tiết kiệm để gia tăng đầu tư (Greenwood và Smith, 1997) [78]. Từ ảnh hưởng của doanh nghiệp, TTCK hứa hẹn sẽ gia tăng kiểm soát doanh nghiệp làm giảm đi mâu thuẫn giữa cổ đông và nhà quản lý thông qua việc thỏa mãn lợi ích của hai bên có thể đem lại tối đa giá trị cổ đông (Jensen và Murphy, 1990) [89, trang 227].

Tám là, giá chứng khoán được xác định thông qua quy luật cung cầu tại các SGD và các nguồn thông tin sẵn có công cộng, giúp NĐT ra quyết định tốt hơn, việc phân phối nguồn vốn giữa các công ty cổ phần sẽ dẫn đến tỷ lệ tăng trưởng tốt hơn. Trong

một TTCK hiệu quả, giá sẽ phản ánh tất cả các thông tin sẵn có về giá trị thực sự của cổ phiếu, sẽ làm giảm nhu cầu của NĐT nỗ lực đạt được thêm thông tin hay điều chỉnh sao cho có lợi cho mình [115, trang 50]. Sự bất đối xứng về thông tin tạo ra nhu cầu cho việc nghiên cứu sắp tới: những công ty có dự án đầu tư nhưng nguồn vốn hạn chế, họ có thông tin về chất lượng của việc đầu tư. Những NĐT tư nhân sẽ thấy khó khăn và tốn chi phí để phát triển dự án. Chi phí đạt được thông tin tạo ra động lực cho những trung gian và nền kinh tế tránh được nhiều chi phí do thông tin minh bạch. Nhưng cũng vì thông tin được công bố rộng rãi nên những người tham gia nỗ lực để đạt được thông tin sẽ yếu hơn. Khi TTCK trở nên phát triển, tính thanh khoản cao hơn và hoạt động đa dạng, phong phú hơn. NĐT dễ dàng che giấu thông tin mà họ có được, chính điều này tạo ra nhu cầu để thu thập thêm thông tin [119, trang 670].

Chín là, TTCK ra đời và phát triển đã khuyến khích hội nhập tài chính giữa Việt nam và các quốc gia trong khu vực, giúp đa dạng hóa danh mục đầu tư quốc tế và khai thác thị trường vốn toàn cầu để dàn trải sự giảm sút thu nhập nhất thời, tạo điều kiện thuận lợi để phân bổ nguồn lực khan hiếm đến nơi sử dụng hiệu quả nhất mà không phụ thuộc vào vị trí địa lý, nhờ đó tăng trưởng có động cơ gia tăng, cho phép tiên tiết kiệm được chảy đến nơi cần nhất và hiệu quả nhất, dòng vốn sẽ đi tìm suất sinh lợi cao nhất sau khi đã điều chỉnh rủi ro, qua đó năng suất lao động gia tăng theo. Hội nhập tài chính còn giúp cho gia tăng NĐT nước ngoài trên TTCK trong nước qua đó sẽ làm tăng khả năng thanh khoản, có lợi cho công cuộc đầu tư dài hạn, giúp cải thiện các tiêu chuẩn kế toán và giám sát trong nước, cải thiện hiệu quả của hệ thống tài chính, ảnh hưởng lan tỏa kiến thức, cạnh tranh gia tăng, khả năng phân bổ các nguồn lực khan hiếm được cải thiện đến lượt nó sẽ nâng cao chất lượng đầu tư, thúc đẩy tăng trưởng (Ngô Thị Thanh Nga (2014)) [17].

Mười là, Khan (2001) dựa trên quan điểm mới của mình đã nghiên cứu bằng cách xem xét chi phí tài trợ từ bên ngoài được phát sinh từ thông tin bất cân xứng giữa hai bên cầu và cung vốn. Khi nguồn vốn vay bị giới hạn, doanh nghiệp cần vốn sẽ tiếp cận nguồn vốn vay thông qua các trung gian tài chính và cố gắng đạt suất sinh lợi cao hơn so với các doanh nghiệp khác. Điều đó tạo động lực cho họ làm thế nào để học hỏi cách thức vay và tiếp cận nguồn vốn vay. Qua đó, số lượng các công ty tiếp cận nguồn

vốn từ TTCK và TTTC gia tăng, giá trị tài sản ròng của các doanh nghiệp gia tăng. Qua thời gian cũng làm giảm chi phí tài chính trung gian, suất sinh lợi được kiểm soát và quản trị sao cho cao hơn tức mức sinh lợi đầu tư tăng, làm mức độ đầu tư trong nền kinh tế tăng kéo theo tăng trưởng kinh tế [94].

Như vậy, mối quan hệ thuận chiều giữa hai biến số quan trọng này được thể hiện trong việc phát triển TTCK là cần thiết cho tăng trưởng. Sự phát triển các thể chế tài chính như ngân hàng, thị trường trái phiếu, thị trường cổ phiếu, công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí, công ty chứng khoán, quỹ đầu tư... là cần thiết để hỗ trợ đầu tư vốn cố định, tăng khả năng doanh nghiệp tiếp cận vốn lưu động tức củng cố đầu vào của quá trình sản xuất, giúp giảm thiểu rủi ro, đảm bảo nền kinh tế có đủ thanh khoản cho những giao dịch cần thiết. Một TTCK vận hành và phát triển tốt sẽ giúp đưa tiết kiệm vào đầu tư, thúc đẩy cải tiến kỹ thuật từ đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Thứ hai, mối quan hệ nghịch chiều giữa tăng trưởng kinh tế và TTCK cũng được nhiều nghiên cứu kết luận. Các góc nhìn hàm ý mối quan hệ nghịch chiều được liệt kê chi tiết như sau:

Một là, Demirguoc-Kunt và Levine (1995) đã cho rằng mặc dù tính thanh khoản TTCK là công cụ ảnh hưởng đến tăng trưởng nhưng cũng có thể tác động tiêu cực đến nền kinh tế nói chung và tăng trưởng kinh tế nói riêng ở các mặt sau: (i) Tính thanh khoản làm gia tăng lợi nhuận trên đầu tư làm giảm mạnh tỷ lệ tiết kiệm của một quốc gia; (ii) Tính thanh khoản trong một TTCK càng tốt giảm mức độ không chắc chắn giữa đơn vị kinh tế giảm nhu cầu tiết kiệm dùng để dự phòng; (iii) Thị trường có tính thanh khoản tốt sẽ khuyến khích gia tăng trạng thái phản kích hoặc mức độ thất vọng của những người tham gia TTCK không thỏa mãn để nhanh chóng thanh lý chứng khoán của họ hơn là tham gia quản lý doanh nghiệp. Điều này dẫn đến tác động ngược đến sự cai trị doanh nghiệp và cuối cùng làm suy yếu tăng trưởng kinh tế [65, trang 228].

Hai là, sự đa dạng hóa cổ đông, càng nhiều người tham gia cổ phần quản lý trong các công ty, rất nhiều chi phí phát sinh để kiểm tra tính minh bạch và hiệu quả của từng công ty. Những người quản lý có thể bị xao nhãng thay vì tập trung nhiều cho các cơ hội kinh doanh, họ bận bịu giải quyết các mâu thuẫn phát sinh giữa cổ đông, nhân

viên, khách hàng....Việc đa sở hữu nguồn vốn sẽ làm việc quản trị doanh nghiệp gặp khó khăn nhiều hơn cho các vấn đề nội bộ để thông báo ra bên ngoài (Carlos và Nicholas, 1990) [61, trang 854].

Ba là, tác động tiêu cực do xu hướng đầu cơ gia tăng (các quỹ mạo hiểm hay đầu tư ngắn hạn) nền kinh tế chưa ổn định có thể gây hại cho NĐT muốn đầu tư dài hạn trong 5-10 năm. Hơn nữa, tác động nghịch chiều phụ thuộc vào các giai đoạn phát triển khác nhau khi cổ phiếu phát triển bị hiện tượng bong bóng, luồng tiền được bơm mạnh từ thị trường tiêu dùng, thị trường tài chính, mức tiêu dùng ảo tăng lên bởi việc nhập khẩu nhiều hơn, tiêu dùng nhiều hơn, tạo ảo giác đầu tư. Khi nền kinh tế với tốc độ tăng trưởng chậm, hoạt động doanh nghiệp mờ nhạt, thị trường bị hiện tượng bong bóng, không đúng thực chất, TTCK làm thị trường liên ngành gặp khó khăn chẳng hạn như doanh nghiệp bất động sản gặp khó khăn [55, trang 147].

Bốn là, Trần Văn Hoàng, Tống Bảo Trân (2014) nhìn nhận việc tác động nghịch chiều ở hiệu ứng chèn lấn trong sụt giảm tiêu dùng và đầu tư tư nhân do chi tiêu Chính phủ gia tăng, nếu không tăng thuế Chính phủ phải sử dụng nợ vay để tài trợ, làm lãi suất tăng, kéo theo việc khó khăn cho đầu tư tư nhân. Trong dài hạn sẽ tác động không tốt đến tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra, nhóm tác giả cũng cho rằng nếu TTCK được nhìn nhận là “*sòng bạc được hợp pháp hóa*” [35, trang 118] việc đầu cơ tài chính sẽ làm lũng đoạn thị trường, tạo ra khoảng cách lớn giữa thị trường tài chính và khu vực kinh tế thực làm ảnh hưởng đến phát triển kinh tế.

Năm là, tác động tiêu cực do nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài FPI mang lại cho TTCK bởi vì làm tăng mức độ nhạy cảm và bất ổn kinh tế do có yếu tố nước ngoài. NĐT gián tiếp nước ngoài dễ dàng mở rộng hoặc thu hẹp, thậm chí đột ngột rút vốn, tháo chạy có thể gây đổ vỡ TTCK, gây hậu quả dây chuyền lên nền kinh tế bằng cuộc khủng hoảng tài chính-tiền tệ. Đặc biệt FPI có thể làm tăng nguy cơ mua lại, sát nhập, khống chế, lũng đoạn tài chính đối với tổ chức phát hành chứng khoán. Sự tham dự của NĐT gián tiếp nước ngoài đến một mức nhất định sẽ cho phép họ trực tiếp chi phối và quyết định hoạt động SX-KD (Phan Văn Nam (2012)). Jarita Duasa, Salina (2009) [23], [88], kết luận rằng tăng trưởng kinh tế là yếu tố tác động chủ yếu trong thu hút dòng vốn FPI. Do đó cần đảm bảo tăng trưởng lành mạnh và bền vững để duy

trì niềm tin của NĐT nước ngoài đối với nền kinh tế. Lưu Đức Hải và cộng sự (2010) cho thấy sự tăng trưởng nhanh chóng của dòng vốn FPI tại Việt Nam thể hiện qua giao dịch của NĐT nước ngoài trên TTCK Việt nam. Tuy nhiên, dòng vốn này mang tính đầu cơ cao và vào TTCK Việt nam với kỳ vọng mang lại lợi nhuận nhanh chóng, vì thế dễ sinh ra bong bóng kinh tế, gây ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế [8].

Sáu là, TTCK khi có sự hội nhập tài chính đặc biệt cho các quốc gia mới bắt đầu hội nhập như Việt nam có thể khiến TTTC ở quốc gia đó không hấp thụ kịp để dẫn đến tăng trưởng quá nóng, gây mất kiểm soát dòng vốn, cung tiền tăng lên nhanh chóng để dẫn đến lạm phát, một số tổ chức tài chính trong nước có thể bị loại khỏi thị trường do không đủ sức cạnh tranh. Việc cải cách hành chính, pháp luật chứng khoán và TTCK nếu không thay đổi tương ứng với sự phát triển sẽ hạn chế các dòng vốn quốc tế phát huy hiệu quả của nó [Ngô Thị Thanh Nga (2014)] [17]. Stiglitz (2003) xem hội nhập tài chính là điều tệ hại đối với các quốc gia đang phát triển vì theo ông dễ dẫn đến biến động tiêu dùng nhiều hơn và biến động kinh tế chung nhiều hơn, dòng vốn ngắn hạn giúp xoa dịu biến động tiêu dùng tức chảy vào khi nền kinh tế yếu và sẽ chảy ra khi nền kinh tế mạnh lên [130]. Tại các nước đang phát triển với thị trường vốn kém phát triển khiến cho việc phân bổ nguồn lực kém hiệu quả do làm tăng khoản phí đền bù rủi ro mà doanh nghiệp đòi hỏi cho hoạt động đầu tư của họ, làm nản lòng NĐT. Với tình trạng sa sút kinh tế, sự phân bổ vốn nội địa không đồng đều, thiếu nguồn vốn đầu tư dài hạn, bị ảnh hưởng từ những bất ổn của dòng vốn quốc tế, biến động lãi suất cao ảnh hưởng bất lợi đối với việc huy động vốn (Agenor (2003)) [52]. Đó là một nguồn gốc tiềm tàng dẫn đến sự bất ổn của kinh tế vĩ mô mà sự bất ổn này chủ yếu ở việc đầu tư các danh mục chứng khoán hơn là đầu tư trực tiếp (Mougani (2012)). Do đó, tự do hóa thị trường vốn không dẫn đến tăng trưởng nhanh hơn hay đầu tư cao hơn [104].

Bảy là, nghiên cứu của De Gregorio và Guidotti (1995) chỉ ra rằng nếu đất nước có sự phát triển tài chính có thể làm giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế của các quốc gia trải qua tỷ lệ lạm phát tương đối cao do tự do hóa tài chính trong một môi trường pháp lý kém. Họ cho rằng kênh truyền dẫn chính từ phát triển tài chính đến tăng trưởng là hiệu quả của đầu tư chứ không phải khối lượng đầu tư [72].

Thứ ba, cũng tồn tại quan điểm cho rằng không có mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và TTCK cả về nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm mặc dù quan điểm này chiếm thiểu số. Chi tiết như sau:

Một là, nghiên cứu của James Laurenceson (2002)[87], đã nhận định rằng ở những nước đang phát triển, nền kinh tế còn nhiều bất cập và yếu kém, các hãng thường có qui mô nhỏ lẻ, thị trường mới hình thành và đang trong giai đoạn phát triển. Mức độ cạnh dễ thay đổi giá cả trên TTCK ở những nước đang phát triển đã làm bất lực những nhà đầu tư trong việc xem xét dấu hiệu của giá cả cũng như trong việc phân phối nguồn lực một cách hiệu quả. Ông cũng tán thành rằng TTCK có thể thu hút đầu tư nước ngoài và các dòng ngân lưu vào, nhưng họ cho rằng những dòng này mang tính chất đầu cơ tích trữ và thường không liên quan đến nền tảng phát triển kinh tế. Ngoài ra, sự tự do hoá thị trường của chính phủ cũng cho phép nhà đầu tư nước ngoài có thể mua cổ phần của những công ty nội địa. Điều này có thể dẫn đến rủi ro như làm giảm tỷ lệ tiết kiệm. Vì thế sẽ làm chậm sự phát triển kinh tế [87, trang 580].

Hai là, khuynh hướng đầu cơ trên TTCK không tác động đến GDP, nguồn vốn không sử dụng hiệu quả trên TTCK khó đo lường tác động như thế nào đến tăng trưởng kinh tế vì tính dễ thay đổi của các loại hàng hoá trên TTCK. *Ngoài ra*, TTCK thúc đẩy thông tin bất đối xứng về công ty như những công ty muốn gia tăng sự thu hút NĐT hay đưa ra cách thức chiêu thị, thông tin không chính xác để thổi phồng giá cổ phiếu làm sai lệch giá trị thật của cổ phiếu (Devereux và Smith, 1994; Mayer, 1988) [71, trang 536], [102]. Do đó, không có mối quan hệ nào giữa sự phát triển TTCK và tăng trưởng kinh tế.

TÓM TẮT CHƯƠNG 2

Trong chương này, tác giả đã hệ thống hoá các cơ sở lý luận về TTCK và vai trò của TTCK đối với tăng trưởng kinh tế. Kiến thức về TTCK được khái quát với định nghĩa thông dụng, cách thức phân loại TTCK thành thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp hoặc thị trường tập trung và phi tập trung, tìm hiểu bản chất TTCK, cách thức phát hành, nguyên tắc hoạt động và hàng hoá trên TTCK. *Bên cạnh đó*, luận

án còn đề cập đến vai trò của thị trường chứng khoán đối với tăng trưởng kinh tế có thể nhân mạnh trong 7 nhóm vai trò. Sau đó, luận án đề cập đến tác động của TTCK đến tăng trưởng kinh tế phụ thuộc nhiều vào trình độ phát triển của thị trường và khác nhau ở mỗi quốc gia. *Ngoài ra*, trong chương này, tác giả đề cập đến kinh nghiệm quản lý TTCK của một số nước có TTCK phát triển tốt nhất Châu Á như Singapore [156], Thái Lan [167], Malaysia [157], Đài Loan [163] trên cơ sở đó rút ra bài học cho TTCK Việt Nam bao gồm: (i) Phát triển các loại chứng khoán phái sinh để đa dạng hoá cơ hội và giảm thiểu rủi ro cho NĐT trước hết là sản phẩm quyền chọn VN-index, HNX index, các sản phẩm hợp đồng Future, Forward, Swaps kết nối với thị trường hàng hoá, lãi suất, tỷ giá hối đoái...; (ii) Tạo cơ hội cho các công ty nước ngoài vào niêm yết tại SGD CK Hồ Chí Minh và Hà Nội và ngược lại; (iii) Đạt tiêu chuẩn cao về điều hành doanh nghiệp, chính sách phát triển thị trường hiệu quả, không có giới hạn tối đa về quyền sở hữu của người nước ngoài; (iv) Tăng cường việc đào tạo nhân sự cho thị trường và ứng dụng công nghệ thông tin vào giao dịch và quản lý Nhà nước trên hệ thống thông tin để nâng TTCK Việt Nam lên tầm cao mới; (v) Tách một SGD làm SGD TTCK phái Sinh và tiến hành cho đi đào tạo nhân sự, thuê chuyên gia từ SGD Hợp Đồng Tương Lai ở nước ngoài giúp hướng dẫn, thiết kế và vận hành TTCK phái sinh tại Việt Nam nhằm giúp đa dạng các loại hàng hoá trên TT, NĐT Việt Nam có thêm một sự lựa chọn để đầu tư và quan trọng nhất giúp NĐT giảm thiểu được rủi ro của mình khi đầu tư vào các hàng hoá trên TTCK; (vi) Giờ giao dịch linh hoạt, đẩy mạnh ứng dụng công nghệ thông tin vào đặt lệnh giao dịch, hoàn thiện các cơ chế bảo vệ nhà đầu tư, làm chặt chẽ các qui định công bố thông tin và thông tin kết nối 24/24 cho các NĐT đặt lệnh; (vii) Sát nhập hai SGDCK thành một SGDCK duy nhất nhằm đảm bảo việc hạn chế chia cắt thị trường, chênh lệch về giá cả, hạn chế tính cạnh tranh nội bộ, lãng phí cơ sở vật chất. Trên thực tế, nhiều quốc gia sát nhập các SGDCK lại với nhau để tăng nội lực của SGDCK và có đủ điều kiện tốt hơn để hội nhập với các SGDCK trong khu vực như SGDCK Thái Lan [167], SGDCK Singapore [156], SGDCK Malaysia[157]...; (viii) Tăng cường sự khuyến khích với các công ty niêm yết trên SGDCK như cho phép sử dụng chứng khoán của công ty niêm yết như là một phương tiện đặt cọc hoặc bảo lãnh thanh toán với công ty thuộc sở hữu Nhà nước, thúc

đẩy cổ phần hóa bằng cách giảm các loại thuế cho việc phát hành, thủ tục đăng ký phát hành minh bạch, đơn giản. *Tiếp theo*, luận án trình bày cơ sở lý luận về tăng trưởng kinh tế và vai trò của tăng trưởng kinh tế đối với TTCK có thể tập trung vào các vai trò: (i) sự mở rộng của nền kinh tế sẽ khuyến khích TTCK phát triển về lượng và chất; (ii) Khi tốc độ tăng trưởng kinh tế tăng sẽ tăng số lượng doanh nghiệp đặc biệt là các công ty cổ phần, sẽ tạo công ăn việc làm cho nền kinh tế; (iii) Khi nền kinh tế tăng trưởng tốt, sẽ thu hút nhiều vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI và vốn đầu tư gián tiếp FII. Khi có nhiều nhà đầu tư nước ngoài tham gia, giúp cải thiện tính hiệu quả và sự minh bạch thị trường, kéo theo sự năng động và làm thị trường phát triển; (iv) Tăng trưởng kinh tế tạo ra nhu cầu cho loại dịch vụ tài chính khác nhau từ đó làm hệ thống tài chính phát triển sẽ đem lại điều lợi cho công ty cần vốn để phát triển; (v) Bản thân tăng trưởng kinh tế ảnh hưởng đến chất lượng của các dịch vụ tài chính và cấu trúc của hệ thống tài chính. Việc cải tiến công nghệ làm chi phí giao dịch thấp hơn, việc chính sách tài khóa và tiền tệ ảnh hưởng đến thuế các trung gian tài chính, việc thay đổi chính trị và thể chế trong nước cũng ảnh hưởng đến việc phát triển TTTC và TTCK. Lý thuyết nền về tăng trưởng kinh tế giải thích mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK được dựa trên lập luận của các lý thuyết tăng trưởng cổ điển, tân cổ điển, lý thuyết tăng trưởng nội sinh và lý thuyết tăng trưởng Keynes để làm nền tảng cho nghiên cứu.

Cuối cùng trong chương này, luận án xem xét dưới góc độ lý thuyết mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển gồm 3 loại quan hệ chính: quan hệ thuận chiều, quan hệ nghịch chiều, không có quan hệ. Trên thực tế, mối quan hệ giữa hai biến số quan trọng này còn phụ thuộc rất nhiều vào trình độ phát triển của nền kinh tế, của thị trường, mức độ hoàn hảo của thông tin trên thị trường cũng như chất lượng hàng hóa tài chính.... và khác nhau ở mỗi quốc gia. TTCK nằm trong hệ thống tài chính có vai trò quan trọng thúc đẩy nền kinh tế phát triển thông qua hai chức năng chính là dẫn và sàng lọc vốn, hỗ trợ các dự án được triển khai hiệu quả, giúp cải tiến công nghệ. TTCK bản chất góp phần huy động các khoản tiết kiệm để đầu tư từ đó tác động đến tăng trưởng kinh tế.

CHƯƠNG 3

THỰC TRẠNG VÀ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VỀ MỐI QUAN HỆ GIỮA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.1.THỰC TRẠNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

3.1.1.Sự hình thành, hoạt động và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam

3.1.1.1. Sự hình thành thị trường chứng khoán ở Việt Nam

Đại hội VII năm 1991 đã thông qua cương lĩnh xây dựng đất nước trong thời kỳ quá độ lên CNXH, chiến lược ổn định và phát triển kinh tế xã hội đến năm 2000. Trong đó việc phát triển thị trường vốn, thu hút các nguồn vốn tập trung và dài hạn qua ngân hàng và các công ty tài chính để đáp ứng nhu cầu cho vay đầu tư phát triển, chuẩn bị các điều kiện cần thiết để từng bước xây dựng TTCK phù hợp với điều kiện Việt Nam và định hướng phát triển kinh tế xã hội của đất nước [145].

Trên cơ sở đó Chính phủ đã thành lập UBCKNN nhanh chóng cùng với các Bộ, ngành để hình thành khuôn khổ pháp lý, các tổ chức tài chính trung gian, hàng hoá và các điều kiện cần thiết cho sự ra đời của TTCK vào năm 1996. Nghị định số 48/1998/NĐ-CP được ban hành ngày 11 tháng 8 năm 1998 về chứng khoán và TTCK [149] và Quyết định 127/1998/QĐ-TTg [153] về việc thành lập hai trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội và Thành phố HCM. Cơ sở pháp lý này giúp cho việc hình thành và hoạt động của TTCK Việt Nam. Cụ thể sau hai năm ban hành quyết định vào ngày 20/07/2000, TTGD CK TP HCM đi vào hoạt động. Còn TTGD CK Hà Nội đi vào hoạt động từ năm 2005 tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán niêm yết, đấu giá cổ phần và đấu thầu trái phiếu. Hiện nay UBCK nhà nước Việt Nam là thành viên của tổ chức quốc tế các UBCK ISOCO trong đó qui định các mục tiêu nòng cốt là công tác quản lý ngành chứng khoán nhấn mạnh việc giảm nhẹ rủi ro hệ thống, đảm bảo thị trường công bằng hiệu quả và bảo vệ nhà đầu tư. Vì vậy, ngoài việc đảm bảo việc vận hành thông suốt cho các loại giao dịch trái phiếu, cổ phiếu, chứng chỉ quỹ, các Sở GDCK

còn nhiều hoạt động khác như hoạt động đấu giá cổ phần, hoàn thiện và phát triển công nghệ giao dịch, tăng cường công tác giám sát, hoạt động quản lý thành viên, mở rộng hợp tác quốc tế [12]. Đến nay, TTCK VN đã đạt nhiều thành tựu đóng góp vào công cuộc đầu tư cũng như phát triển kinh tế.

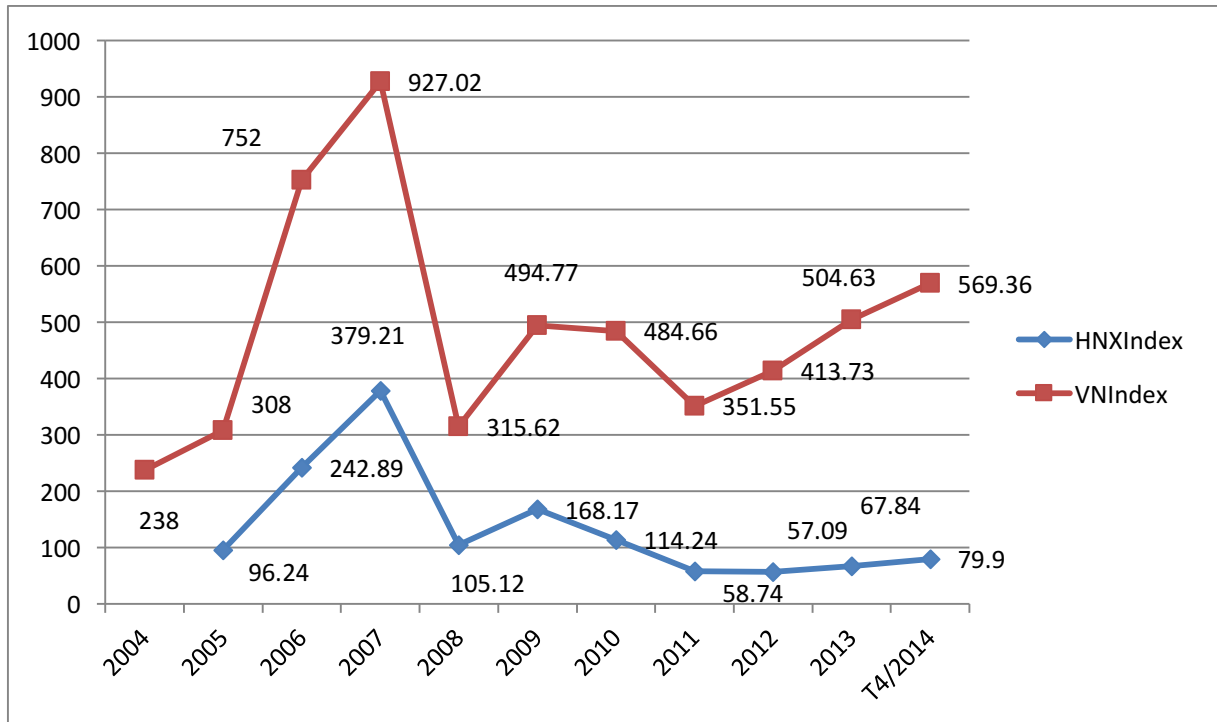
Do đó TTCK Việt Nam các giai đoạn hình thành và phát triển đến giai đoạn nghiên cứu năm 2012 có thể chia làm 4 giai đoạn.

Giai đoạn 1: từ 20/7/2000 đến năm 2004 là khi TTGD CK TPHCM chính thức đi vào hoạt động. Hàng hoá tăng từ 2 loại cổ phiếu là REE (công ty cổ phần cơ điện lạnh REE) và SAM (công ty CP Cấp vật liệu viễn thông) với tổng vốn hoá vào ngày đầu là 444 tỷ đồng. Sau đó tăng lên 5 loại cổ phiếu niêm yết, VNIndex gia tăng liên tục lên đến 550 điểm [29]. Sau khi lên đỉnh thị trường đã sụt giảm 3 năm liên tiếp.

Giai đoạn 2: Năm 2005 khi HNX đi vào hoạt động kể từ ngày 14 tháng 7 năm 2005, tổng số công ty niêm yết trên cả 2 sàn giao dịch là 44 công ty với tổng giá trị niêm yết đạt 4940 tỷ đồng [13].

Giai đoạn 3: Năm 2006 đến năm 2009 TTCK Việt Nam tăng trưởng mạnh mẽ. Đến cuối năm 2009 đã có 544 cổ phiếu và chứng chỉ quỹ niêm yết. Tổng giá trị niêm yết đạt khoảng 620,5 nghìn tỷ đồng [14].

Giai đoạn 4: Năm 2010 đến năm 2013: Khối lượng giao dịch và giá cổ phiếu liên tục giảm: VN-Index đạt 413.73 điểm và HNX-Index đạt 57.09 ở phiên cuối cùng của năm 2012. Sau đó có dấu hiệu phục hồi vào năm 2013 khi VN-Index đạt 504.63 điểm và HNX-Index đạt 67.84 ở phiên cuối cùng của năm [137], [158].



Nguồn: Sở GDCK TPHCM và Hà Nội [137], [158] (điểm HNX Index và VN Index được lấy phiên cuối đóng cửa của mỗi năm)

Hình 3.1: Điểm HNX Index và VN Index trong giai đoạn 10 năm từ năm 2005- tháng 4/2014

Với mục tiêu ban đầu đặt ra là vận hành một TTCK qui mô nhỏ qua thời gian sẽ phát triển dần từ thấp đến cao và không gây mất ổn định kinh tế xã hội cũng có thể khẳng định TTCK VN đã đạt được những kết quả nhất định của những bước phát triển đầu tiên.

3.1.1.2. Hoạt động và phát triển của thị trường chứng khoán ở Việt Nam

TTCK Việt Nam chính thức vận hành từ tháng 7 năm 2000, nhưng sáu năm sau tại thời điểm 21-7-2006 mới có 39 công ty trong số hơn 3000 công ty cổ phần của cả nước tham gia vào thị trường chứng khoán [13, trang 129]. Đến cuối năm 2006, con số này mới tăng lên 44 công ty cổ phần với giá trị niêm yết là 4,94 nghìn tỷ đồng. Điều đó cho thấy, tiềm năng nguồn cung ứng hàng hoá chứng khoán ra thị trường là rất lớn, song cơ chế quản trị và chế độ kế toán, kiểm toán công ty trong giai đoạn đầu còn nhiều điểm chưa phù hợp với thông lệ quốc tế [12]. Hoạt động phát hành ra TTCK chỉ thực sự bùng nổ vào năm 2007, với gần 200 đợt phát hành của 192 công ty và 4 ngân

hàng thương mại đạt tổng lượng vốn huy động lên đến gần 40 nghìn tỷ đồng [10]. Thời điểm đó, hoạt động giao dịch trên TTCK bắt đầu khởi sắc, cổ phiếu chào bán cho cổ đông hiện hữu chiếm 48,9% trong khi tỷ lệ chào bán cho nhà đầu tư chiến lược và thông qua đấu giá lần lượt là 30,45% và 19,09%. Năm 2008, do sự giảm sút của TTCK nên tổng số vốn huy động cho các công ty phát hành chỉ đạt hơn 14,3 nghìn tỷ đồng với trên 100 đợt chào bán chứng khoán [14].

Đơn vị Phát hành	Phát hành Đợt	Kỳ hạn (năm)	Hình thức	Thành Viên đăng Ký đấu Thầu	Thành viên Tham Gia đấu Thầu	Khối lượng TP gọi thầu (nghìn tỷ đồng)	LS trúng Thầu (%)	Khối lượng Trúng thầu (nghìn tỷ đồng)
Kho Bạc Nhà Nước, Loại TPCP	14/2013	3	Cạnh tranh và không cạnh tranh lãi suất	17	15	3	8,53	2,9
	13/2013	3		22	18	3	8,3	3
	9/2013	2		29	23	2	8,3	2
	105/2012	3		24	24	2	9,15	2
		5		4	4	2	9,65	0,5
		2		16	16	3	8,95	2,85
	99/2012	5		3	3	1	9,65	0,2
		3		7	7	2	9,3	1,75
		2		8	8	2	9,1	1,45
	99/2014	10		13	10	2	6,28	2
	100/2014	15		12	8	2	6,96	2
Sở GD NHNN Loại tín phiếu	3/3/2014	1	Dựa vào lãi suất trên, qui định lãi suất cho từng phiên đấu thầu	9	9	2	5,6	1,89
Ngân hàng CSXH Loại TPCPBL	27/2/2013	3	Cạnh tranh và không cạnh tranh lãi suất	6	6	0,5	9,79	0,2
Ngân hàng PTVN Loại TPCP BL	17/12/2012	3		3	3	0,7	10,6	0,7
		2		3	3	0,8	10,5	0,8
Quỹ đầu tư phát triển TP.Đà Nẵng Loại TPCQ ĐP	9/10/2014	5		11	9	1,1	5,6	1,1

Bảng 3.1. Kết quả đấu thầu các loại trái phiếu năm 2012-2014 (Nguồn: [146])

Để tạo lập các chủ thể cung ứng hàng hoá ổn định và bền vững cho hoạt động của TTCK, ngoài việc tạo điều kiện thuận lợi để các công ty cổ phần tích cực phát hành, thì công tác cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước cần được thúc đẩy nhanh [30]. Hơn nữa, việc sắp xếp khu vực doanh nghiệp Nhà nước theo tiến trình cải cách nền kinh tế của Chính phủ và huy động vốn cho ngân sách Nhà nước cũng trở nên cấp bách. Công tác cổ phần hoá giúp đảm bảo nguồn cung cho TTCK. Đây là nhân tố chủ đạo quyết định tới sự phong phú nguồn hàng, góp phần thúc đẩy sự tăng trưởng theo qui mô của TTCK ở giai đoạn đầu. Sau năm 2010, mục tiêu của Chính Phủ chỉ giữ lại 700-800 DNNN, còn lại tất cả sẽ chuyển sang công ty cổ phần hoặc TNHH. Trên thực tế, các chủ thể cung ứng hàng hoá cho hoạt động của TTCK Việt Nam là lớn và tiềm năng cung ứng cũng không nhỏ [10].

Ngoài ra, năng lực hội nhập vào TTCK ASEAN của Việt Nam sẽ chủ yếu nằm ở khâu chất lượng hàng hoá và trình độ quản lý thị trường cũng như quản lý các trung gian tài chính trong và ngoài nước [11]. Để thấy rõ mức độ tăng cường nội lực của một số nước thành viên trong quá trình hội nhập vào TTCK ASEAN có thể khảo sát hoạt động phát hành các loại chứng khoán như sau:

Thứ nhất, về trái phiếu, tín phiếu bao gồm nhiều loại gồm TPCP, TPCP bảo lãnh, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu doanh nghiệp. Đối với TPCP chủ yếu khách hàng là ngân hàng thương mại và một số lượng ít công ty CK, công tác phát hành trái phiếu hiện phụ thuộc vào quản lý thu và chi của ngân sách, ít theo diễn biến thị trường. TP Chính quyền địa phương hiện có các tỉnh và thành phố phát hành: TPHCM, Hà Nội, Đà Nẵng, Đồng Nai. Mặt bằng chung qui mô vẫn còn nhỏ và tính thanh khoản còn thấp. Hoạt động TTTP thường dựa vào kết quả đấu thầu trái phiếu chính phủ qua Sở GDCK Hà Nội kỳ hạn 2-15 năm gồm các kỳ hạn chi tiết trong 2 năm; 3 năm; 5 năm; 10 năm; 15 năm, hình thức cạnh tranh lãi suất và không tranh lãi suất, hình thức trả lãi theo định kỳ và cuối kỳ, với hình thức bán trái phiếu là bán ngang, cao hơn hoặc thấp hơn mệnh giá. Tỷ lệ khối lượng đấu thầu không cạnh tranh về lãi suất chiếm 30%, như vậy 70% dành cho đấu thầu cạnh tranh về lãi suất

[146]. Sau khi đấu thầu sẽ xác định các mức lãi suất đăng ký cao nhất, lãi suất đăng ký thấp nhất, lãi suất danh nghĩa và lãi suất trúng thầu. Kết quả chi tiết như sau:

Qua bảng 3.1, đơn vị phát hành có thể là Kho bạc Nhà nước, Ngân hàng phát triển Việt Nam, Quỹ đầu tư phát triển các Thành phố hoặc Sở giao dịch NHNN... Khối lượng gọi thầu từ 500 tỷ-3000 tỷ, mức lãi suất trúng thầu giao động từ 5,6%-9,65% tùy theo các kỳ hạn trong giai đoạn năm 2012-2014, trong đó kỳ hạn càng nhỏ lãi suất nhìn chung cao hơn kỳ hạn dài hạn trong 10-15 năm.

Thứ hai, đối với cổ phiếu và chứng chỉ quỹ vào năm 2000 khi bắt đầu mở cửa giao dịch tại HOSE chỉ có 2 công ty niêm yết với vốn hóa vào ngày đầu tiên đạt 444 tỷ đồng [23]. Sau đó, chỉ số VN-Index đã tăng trưởng nhanh từ điểm 100 vào phiên đầu tiên giao dịch lên 206.8 vào phiên cuối năm 2000 tăng liên tục đạt đỉnh ở 571,04 điểm và cao nhất vào năm 2007 đạt 927,02 điểm. Sau đó thị trường đã sụt giảm liên tục do bị ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế thế giới. Năm 2005, khi HNX đi vào hoạt động, tổng số công ty niêm yết trên cả hai sàn là 44 công ty với tổng giá trị niêm yết là 4.940 tỷ đồng. TTCK Việt Nam tăng trưởng mạnh mẽ vào năm 2006 với 183 công ty niêm yết và giá trị vốn hoá đạt 40.805 tỷ đồng. Đến năm 2012, giá trị vốn hoá đạt 685.136 tỷ đồng chiếm 26 % GDP, với số lượng tài khoản là 430 nghìn tài khoản. Toàn thị trường có 714 công ty niêm yết năm 2012. Riêng ở sàn HNX, tổng khối lượng giao dịch cổ phiếu năm 2012 đạt 12,41 tỷ cổ phiếu tuy ở HSX là 13,981 tỷ cổ phiếu với giá trị đạt 216.881 tỷ đồng trong khi giao dịch chứng chỉ quỹ ở HSX có giá trị 494,2 tỷ đồng với tổng số 76,1 tỷ chứng chỉ quỹ được giao dịch [137], [158]. Khối lượng giao dịch cổ phiếu năm 2013 ở HOSE tăng khoảng 15% so với năm 2012 và tăng 94,1% so với năm 2011. Về giá trị giao dịch cổ phiếu năm 2013 tăng 20,3% so với năm 2012, và tăng 64% so với năm 2011 (*bảng 3.2*). Về chứng chỉ quỹ, năm 2013 đánh dấu sự gia tăng 14,98% về khối lượng ở HOSE và tăng 43% so với năm 2011. Xét về giá trị giao dịch chứng chỉ quỹ năm 2013 tăng 84% so với năm 2012 và tăng 114% so với năm 2011 (*bảng 3.3*). Về giao dịch trái phiếu ở HOSE, giao dịch gia tăng kể từ năm 2013 khối lượng tăng 74,3% so với năm 2012 đạt 44.689 ngàn trái phiếu, giá trị giao dịch gia tăng đáng kể tăng 67,7% so với năm 2012 đạt 3.912 tỷ đồng (*bảng 3.4*)[137].

Bảng 3.2: Khối lượng và giá trị giao dịch cổ phiếu ở sàn HOSE năm 2011-2013

Phương thức giao dịch	Khối lượng (triệu CP)			Giá trị (tỷ đồng)		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Khớp lệnh	6.541	11.574	14.760	118.184	162.224	218.838
Thỏa thuận	1.741	2.406	1318	40.971	54.657.497	42.148
Tổng cộng	8.282	13.981	16078	159.155	216.881	260.986

Nguồn: [137]

Bảng 3.3: Khối lượng và giá trị giao dịch chứng chỉ quỹ ở HOSE năm 2011-2012

Phương thức giao dịch	Khối lượng (ngàn CCQ)			Giá trị (triệu đồng)		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Khớp lệnh	38.232	60.234	73.298	279.957	409.938	758.728
Thỏa thuận	23.014	15.949	14.299	144.771	84.279	150.445
Tổng cộng	61.246	76.183	87.597	424.728	494.217	909.173

Nguồn: [137]

Bảng 3.4: Khối lượng và giá trị giao dịch trái phiếu ở HOSE

Phương thức giao dịch	Khối lượng (ngàn trái phiếu)		Giá trị (tỷ đồng)	
	2012	2013	2012	2013
Khớp lệnh	-	-	-	-
Thỏa thuận	25638	44689	2333	3912
Tổng cộng	25638	44689	2333	3912

Nguồn: [137]

Thứ ba, hoạt động của TTCK trở nên sôi động và phát triển nhanh khi ngày càng có nhiều NĐT nước ngoài tham gia thị trường. Số lượng NĐT tham gia thị trường đã tăng rất nhanh so với giai đoạn đầu. Số lượng NĐT nước ngoài tham gia thị trường vào năm 2000 đạt mức 2000 tài khoản đa phần là NĐT cá nhân [10], đến năm 2013 đã có trên 16.001 tài khoản gồm 14.022 của NĐT cá nhân và 1.979 tài khoản NĐT tổ

chức. Ở Sàn TPHCM, năm 2013 giá trị giao dịch mua đạt hơn 44 ngàn tỷ với khối lượng mua hơn 1,3 tỷ chứng khoán. Sự thu hút khối ngoại mạnh mẽ nhất vào năm 2007, sau đó có dấu hiệu sụt giảm do ảnh hưởng khủng hoảng kinh tế, rồi có dấu hiệu phục hồi từ năm 2013 [137]. Ở sàn Hà Nội, khối lượng giao dịch mua đạt 332 triệu chứng khoán với giá trị 3.447 triệu đồng [158]. Như vậy, TTCK ban đầu đã có dấu hiệu tích cực cho sự phát triển và năng lực hội nhập tốt vào khu vực và trên thế giới. Vai trò của NĐT nước ngoài đang ngày càng trở nên quan trọng, khối lượng giao dịch của NĐT nước ngoài chiếm trên 20% tổng khối lượng giao dịch toàn thị trường. Đặc biệt là NĐT Nhật Bản chiếm khoảng 40% tài khoản NĐT nước ngoài. Vai trò NĐT nước ngoài tác động theo hai chiều: (i) NĐT nước ngoài có chiến lược đầu tư, định hướng rõ ràng, giúp TTCK Việt Nam hội nhập với khu vực và thế giới; (ii) Theo hướng tiêu cực, NĐT nước ngoài có thể dùng tiềm lực vốn mạnh để làm giá và có thể làm rối loạn thị trường để kiếm lợi nhuận. NĐT nước ngoài có thể chia thành hai nhóm: (i) Nhóm thực hiện hoạt động đầu tư theo danh mục đầu tư; (ii) Nhóm đầu tư dài hạn: gồm quỹ đầu tư mạo hiểm, các tổ chức nước ngoài có văn phòng đại diện tại Việt Nam, tỷ lệ rút khỏi thị trường thấp, hiện chiếm khoảng 50% giá trị tài sản trong tổng giá trị trong danh mục đầu tư của NĐT nước ngoài tại Việt Nam [14].

Bảng 3.5: Quy mô giao dịch tất cả các loại chứng khoán của NĐT nước ngoài ở HOSE

Năm	Khối lượng giao dịch (triệu CK)			Giá trị GD(tỷ đồng)		
	Mua	Bán	Mua-Bán	Mua	Bán	Mua-Bán
2013	1.323	1.234	89	44.686	39.181	5.505
2012	1.223	1.161	63	32.578	29.390	3.188
2011	923	965	-42	29.757	28.450	1.308
2010	1.036	766	270	44.884	29.515	15.369
2009	739	705	34	34.415	31.703	2.712
2008	482	434	48	26.555	21.455	5.100
2007	386	224	162	52.955	29.972	22.983
2006	122	42	81	9.783	3.243	6.540
2005	27	15	12	1.458	1.132	326

Nguồn: Sở giao dịch CK TPHCM

http://www.hsx.vn/hsx/Modules/Statistic/DTNN_QMGD.aspx, ngày truy cập

21/4/2014

Bảng 3.6: Quy mô giao dịch NĐT nước ngoài tại HNX (Đơn vị: nghìn đồng)

Năm	Mua		Bán	
	KLGD (triệu CP)	GTGD (triệu đồng)	KLGD (triệu CP)	GTGD (triệu đồng)
21/4/2014	133	1.990	108	1.737
2013	332	3.477	243	2.187
2012	250	2.946	213	2.073
2011	155	2.273	128	1.695
2010	113	3.183	85	2.255

Nguồn: Báo cáo thường niên HNX [158]

Thứ tư, tuy TTCK Việt Nam đã có bước phát triển đáng kể từ thời điểm thành lập năm 2000 nhưng mặt bằng chung TTCK Việt Nam vẫn còn nhỏ và tính thanh khoản thấp so với một số nước ASEAN tiêu biểu.

Một là, về mức vốn hoá vẫn còn nhỏ khi so sánh năm 2012 nhỏ hơn 12 lần so với TTCK Indonesia, tương tự nhỏ hơn 14,5 lần, 8 lần, 12,5 lần, 11,6 lần đối với TTCK Malaysia, Philippine, Singapore và Thái Lan [173]. Xét trên thực tế xét về chất lượng nguồn cầu trên thị trường, TTCK vẫn còn thiếu hụt nhiều các NĐT có tổ chức. Đây là lực lượng mạnh có khả năng hội nhập cao vào TTCK khu vực. Theo thống kê, giá trị vốn huy động của TTCK Việt Nam đạt 32,9 tỷ USD chiếm khoảng 26% GDP năm 2012.

Bảng 3.7: Vốn hóa thị trường của một số nước ASEAN từ năm 2007-2012

(Đvt: triệu đô la Mỹ)

Nước	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Việt Nam	19,542 (31.85%GDP)	9,589 (13,93%GDP)	21,199 (38,6%GDP)	20,385 (19,2%GDP)	18,316 (14,8%GDP)	32,933 (26%GDP)
Indonesia	211,693 (49%)	98,761 (19,4%GDP)	178,191 (33%GDP)	360,388 (50.8%GDP)	390,107 (46,1%GDP)	396,772 (45,2%GDP)
Malaysia	325,663 (168,3%GDP)	187,066 (81%GDP)	255,952 (126,6% GDP)	410,534 (165,8%GDP)	395,083 (136,6%GDP)	476,340 (156,2%GDP)
Philippines	103,224 (69,1%GDP)	52,101 (30%GDP)	80,132 (47,6%GDP)	157,321 (78,8%GDP)	165,380 (73,8%GDP)	264,143 (105,6%GDP)
Singapore	353,489 (209,5%GDP)	180,022 (100,6%GDP)	310,766 (160,1%GDP)	370,091 (170,4%GDP)	308,320 (125,8%GDP)	414,126 (150,8%GDP)
Thái Lan	196,046 (79,4%GDP)	102,594 (37,6%GDP)	138,189 (52,4%GDP)	277,732 (87,1%GDP)	268,489 (77,7%GDP)	382,999 (104,7%GDP)

Nguồn: World Bank Indicators [173]

Hai là, xét về tính thanh khoản thị trường, có thể sử dụng biến giá trị cổ phiếu trên GDP để xem xét. Thái Lan và Singapore vẫn là hai nước có tính thanh khoản tốt nhất. Việt Nam có tính thanh khoản thấp nhất so sánh với các một số nước Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore và Thái Lan, giá trị giao dịch chỉ chiếm 2,5% trên GDP vào năm 2012 (bảng 3.8).

Bảng 3.8: Giá trị giao dịch cổ phiếu (Đvt: triệu đô la Mỹ)

Nước	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Việt Nam	12,583 (17,7%GDP)	6,520 (7,2%GDP)	21,705 (22,3%GDP)	17,192 (16,2%GDP)	5,718 (4,6%GDP)	3,378 (2,5%GDP)
Indonesia	112,851 (26,1%GDP)	110,678 (21,7%GDP)	17,196 (21,4%GDP)	26,775 (18,3%GDP)	32,851 (16,5%GDP)	34,689 (10,4%GDP)
Malaysia	150,002 (77,5%GDP)	85,214 (36,9%GDP)	72,970 (36,1%GDP)	90,198 (36,4%GDP)	128,908 (44,6%GDP)	124,498 (40,8%GDP)
Philippines	29,251 (19,6%GDP)	17,213 (9,9%GDP)	17,196 (10,2%GDP)	26,775 (13,4%GDP)	32,851 (14,7%GDP)	34,689 (13,9%GDP)

Singapore	384,227 (227,7%GD P)	270,904 (151,4%GDP)	252,266 (129,9%GD P)	282,142 (129,9%GD P)	253,771 (103,6%GD P)	156,445 (57%)
Thái Lan	108,211 (43,8%GDP)	116,769 (42,8%GDP)	134,939 (51,2%GDP)	217,949 (68,3%GDP)	232,442 (67,2%GDP)	229,460 (62,7%GDP)

Nguồn: World Bank Indicators [173]

Ba là, xét theo tốc độ luân chuyển cổ phiếu bằng giá trị giao dịch trên vốn hóa thị trường đo độ năng động của thị trường năm 2007 và năm 2009 Việt Nam có tốc độ luân chuyển hơn hẳn các nước đạt giá trị 87,9% và 141 % nhưng sau đó suy giảm đến năm 2012 chỉ còn đạt 13.2% (bảng 3.9).

Bảng 3.9: Tốc độ luân chuyển cổ phiếu của một số nước ASEAN (Đvt: %)

Nước	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Việt Nam	87.9	44.8	141.0	82.7	29.5	13.2
Indonesia	64.4	71.3	83.3	48.1	37.2	23.3
Malaysia	53.5	33.2	32.9	27.1	32.0	28.6
Philippines	34.1	22.2	26.0	22.6	20.4	16.2
Singapore	122.0	101.6	102.8	82.9	74.8	43.3
Thái Lan	64.2	78.2	112.1	104.8	85.1	70.4

Nguồn: World Bank Indicators [173]

Bốn là, xét về số lượng công ty niêm yết ở Việt Nam đã tăng 708 công ty so với năm 2012 so với năm 2000 đạt 714 công ty năm 2012 chỉ xếp sau Malaysia với số lượng 921 công ty. Tuy nhiều công ty niêm yết nhưng vốn điều lệ của các công ty khá nhỏ so với quy mô các nước trong khu vực (bảng 3.10).

Bảng 3.10: Số lượng các công ty niêm yết trên TTCK của một số nước ASEAN (Đvt: công ty)

Nước	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Việt Nam	6	11	19	22	26	44	183	237	322	438	627	686	714
Indonesia	290	316	331	333	331	335	344	383	396	398	420	440	459
Malaysia	795	809	865	897	897	1,020	1,027	1,036	977	960	957	941	921
Philippines	228	232	235	234	233	235	238	242	244	246	251	268	268
Singapore	418	386	434	551	625	685	461	472	455	459	461	462	472
Thái Lan	381	385	398	421	464	504	518	475	525	535	541	545	502

Nguồn: World Bank Indicators [173]

Thứ năm, hiện nay trên TTCK Việt Nam có hai SGD là HOSE và HNX, cùng với các định chế dịch vụ liên quan. Hai Sở Giao Dịch có sự vận hành kết nối giao dịch với ba hệ thống giao dịch cho thị trường cổ phiếu, trái phiếu và UPCOM [149]. Cụ thể như sau:

Một là, hệ thống giao dịch cổ phiếu niêm yết ban đầu được vận hành chính thức theo mô hình nhập lệnh tại sàn. Sau đó hệ thống được nâng cấp cho phép giao dịch từ xa. Vì vậy các CTCK kết nối trực tiếp đến SGD. Hệ thống mạng từ xa gồm hai mạng chạy độc lập, dự phòng cho nhau, bảo đảm khi một mạng có sự cố vẫn không bị gián đoạn giao dịch. Hệ thống hỗ trợ phương thức giao dịch khớp lệnh liên tục và phương thức giao dịch thoả thuận [10].

Hai là, hệ thống giao dịch trái phiếu chính phủ ở HNX là hệ thống chuyên biệt giúp xử lý việc bố trí bảng giao dịch theo kỳ hạn còn lại, cụ thể: (i) Tính toán lãi gộp và chuyển đổi sang lợi suất và ngược lại. Quản lý việc thực hiện quyền phù hợp với đặc thù của trái phiếu theo chuẩn mực quốc tế; (ii) Bổ sung hình thức giao dịch mua bán lại Repo; (iii) Bổ sung phương thức giao dịch thoả thuận điện tử đối với giao dịch mua đứt bán đoạn và phương thức giao dịch yêu cầu chào giá đối với giao dịch mua bán lại.

Ba là, hệ thống giao dịch UPCOM cho cổ phiếu chưa niêm yết. Trước đây là hệ thống OTC. Mô hình này được xây dựng dựa trên cấu trúc của hệ thống giao dịch cổ phiếu niêm yết, sử dụng phương thức giao dịch thoả thuận điện tử và phương thức giao dịch thoả thuận thông thường trên nền tảng giao dịch từ xa. Do đó, khi hội nhập vào ASEAN nâng cấp lên dịch vụ giao dịch từ xa, hiện đại hoá bằng cách kết nối với các SGD CK của các quốc gia thành viên [14].

Thứ sáu, Trung tâm lưu ký chứng khoán giúp cho hoạt động giao dịch được diễn ra liên tục và thuận lợi, được thành lập chính thức ngày 18 tháng 12 năm 2008. Hoạt động của Trung tâm này giúp việc duy trì, ghi nhận đăng ký quyền sở hữu và thực hiện quyền cho người sở hữu chứng khoán. Về cơ bản, hoạt động đăng ký, lưu ký, thanh toán-bù trừ ở TTCK Việt Nam diễn ra an toàn hiệu quả, đang trong quá trình hoàn thiện và hiện đại hoá cho phù hợp với thông lệ quốc tế [171].

3.1.1.3. Đánh giá kết quả hoạt động và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam giai đoạn 2000-2013

a. Những thành tựu đạt được

Nhìn một cách tổng quan, kết quả hoạt động của TTCK Việt Nam là đã tạo ra một TTCK có tổ chức bao gồm những bộ phận cấu thành cơ bản, là một lĩnh vực hoạt động mới trong nền kinh tế nói chung và khu vực tài chính nói riêng, cụ thể như sau:

Thứ nhất, đã mở ra một thị trường giao dịch chứng khoán theo mô hình tập trung với quy mô nhỏ, thực hiện chức năng xác định giá chứng khoán theo quan hệ cung cầu và tạo cơ hội luân chuyển vốn cho nhà đầu tư chứng khoán. Hoạt động của thị trường dựa trên cơ sở vật chất khá thô sơ song tương đối phù hợp với giai đoạn ban đầu khi qui mô thị trường còn nhỏ bé.

Thứ hai, đã hình thành hệ thống các tổ chức trung gian hoạt động trên TTCK bao gồm các CTCK, tổ chức lưu ký, ngân hàng chỉ định thanh toán. Các trung tâm tài chính đã làm tốt vai trò môi giới trên thị trường tập trung, tích cực tham gia bảo lãnh phát hành và tư vấn cho các công ty trong việc niêm yết và cung cấp thông tin cho NĐT thực hiện việc thanh toán bù trừ các giao dịch chứng khoán trên thị trường [22, trang 21].

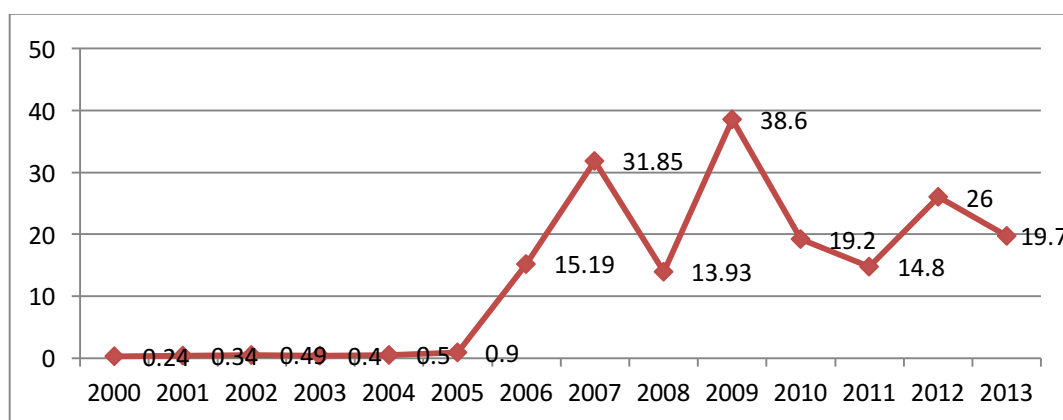
Thứ ba, sự trưởng thành hơn trong hoạt động quản lý, vận hành thị trường của UBCKNN và TTGDCK trên cơ sở rút kinh nghiệm từ hoạt động thực tiễn, học tập kinh nghiệm thông qua hợp tác quốc tế đồng thời với việc hoàn thiện hệ thống văn bản pháp quy đáp ứng yêu cầu hoạt động và phát triển thị trường [172].

Thứ tư, hoạt động của TTCK góp phần thúc đẩy tiến trình cổ phần hoá DNNN và áp dụng những thông lệ tốt nhất trong quản trị công ty như công khai thông tin về hoạt động SXKD và quản trị doanh nghiệp, tạo tiền đề vững chắc cho công ty niêm yết và lòng tin NĐT trên thị trường [142].

Thứ năm, đã xây dựng được cơ sở vật chất ban đầu, nền tảng về qui mô kích cỡ cho hoạt động của thị trường. Đây là điều kiện rất quan trọng cho hoạt động hiện nay và sự phát triển sắp tới. Cụ thể như sau:

Một là, TTCK Việt Nam có qui mô và kích cỡ thị trường ngày càng gia tăng [13, trang 11].

Trong giai đoạn 2000-2005, vốn hoá thị trường chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ khoảng 0,37% với 32 công ty niêm yết chủ yếu là doanh nghiệp vừa và nhỏ, cho thấy ở giai đoạn đầu mở cửa tỷ lệ đóng góp trên GDP của nguồn vốn thu được từ TTCK khá nhỏ, kích cỡ nhỏ, tính thanh khoản thấp chưa thực sự là kênh huy động vốn cho nền kinh tế. Trong giai đoạn nghiên cứu kể từ năm 2006, sau khi Việt Nam đã gia nhập WTO, nguồn vốn đầu tư từ nước ngoài gia tăng, càng có nhiều NĐT nước ngoài đến Việt Nam để khai thác tiềm năng phát triển của thị trường, các công ty Việt Nam ngày càng có cơ hội kinh doanh ở thị trường nước ngoài, dự án kinh doanh gia tăng kéo theo nhu cầu vốn để đầu tư cho các dự án kinh doanh. Đồng thời với sự ra đời của luật chứng khoán và các ưu đãi về thuế đã gia tăng số lượng doanh nghiệp niêm yết vốn hoá thị trường trên GDP cao nhất là năm 2007 đạt 27,5% với tổng giá trị ở 2 Sàn là 381.420 tỷ đồng và năm 2012 đạt 26% có giá trị 685.136 tỷ đồng [137], [158]. Theo các chuyên gia đánh giá ở các TTCK phát triển, vốn hoá trên GDP đạt được sau hơn 10 năm phát triển đạt 20% GDP là phù hợp [11, trang 56]. Như vậy với sự tăng lên nhanh chóng của vốn hoá thị trường cung cấp đủ nguồn vốn cần thiết để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.



Nguồn: World Bank Indicators:

<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>, ngày truy cập

22/01/2014

Hình 3.2: Biểu đồ vốn hoá thị trường/GDP của Việt Nam từ năm 2000-2013

Bảng 3.11: Vốn hoá thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2006-2013 (Đvt: tỷ đồng)

Năm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
HNX	39,008	10,706	45,339	121,479	126,035	80,636	82,232	87,531
HSX	147,967	364,425	169,346	494,072	591,345	453,784	678,403	842,105
Tổng	186,975	375,131	214,685	615,551	717,380	534,420	760,635	929,636

Nguồn: [137]&[158]

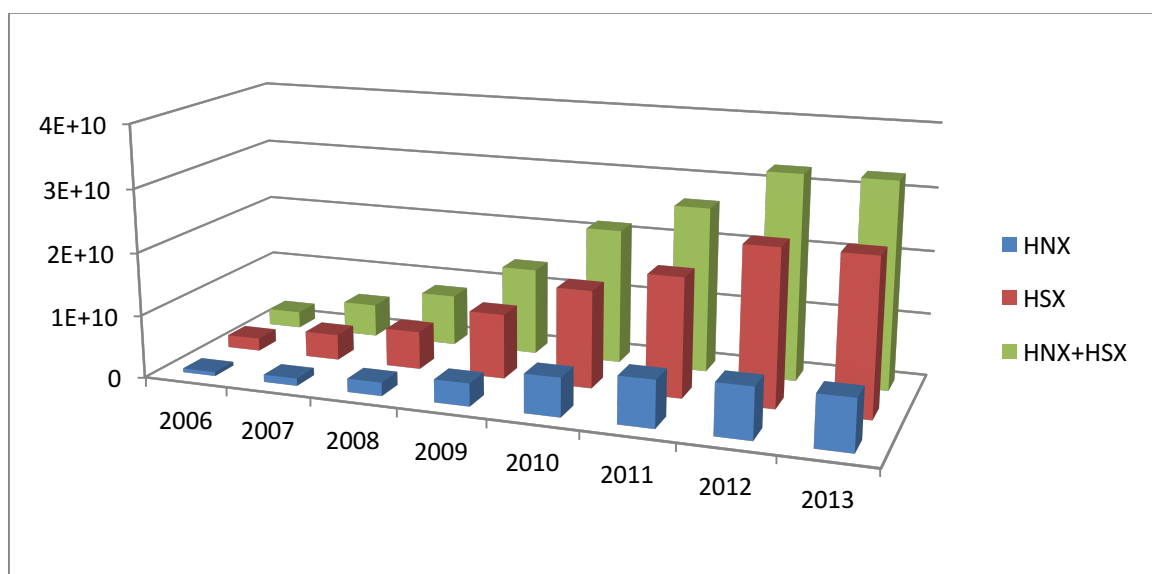
Ngoài ra, qui mô số lượng công ty niêm yết không ngừng gia tăng làm tăng tính đa dạng hàng hoá trên thị trường từ 183 công ty năm 2006 tăng lên 715 công ty tính đến tháng 7 năm 2013 tăng 532 công ty. Một trong các nguyên nhân là do tốc độ cổ phần hóa DNNN được quan tâm từ Quyết định 143/HĐBT ngày 10/5/1990, Quyết định 202/CT ngày 8/6/1992 và Nghị định 64/2002/NĐ-CP ngày 19/6/2002 về việc “*chuyển một số DNNN thành công ty cổ phần*” [150], [154], [155]. Do đó, hàng hóa trên TTCK cũng đa dạng và số lượng ngày càng gia tăng. Từ 18 DNNN CPH giai đoạn 1992-1997 lên hơn 4000 DNNN CPH năm 2014. Tốc độ gia tăng nhanh nhất vào năm 2004-2006, đỉnh điểm năm 2006 đạt 3.781 doanh nghiệp do giai đoạn này TTCK Việt Nam tăng trưởng tốt và nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp cùng với chủ trương của Chính phủ nên tốc độ cổ phần hóa rất nhanh. Khi thị trường giảm xuống mức cổ phần hóa giảm, mục tiêu trong 2 năm 2014-2015 cần tăng thêm số lượng DNNN CPH là 432 doanh nghiệp, giá trị cổ phần chào bán đạt gần 19 nghìn tỷ đồng. Theo kế hoạch sau năm 2015, tổng số lượng DNNN CPH toàn nước đạt trên 4500 doanh nghiệp, tiếp tục tạo hàng hóa cho TTCK phát triển (bảng 3.12) [142].

Bảng 3.12: Tiến độ cổ phần hóa DNNN (doanh nghiệp)

Năm	Số lượng DNNN CPH
1992-1997	18
1998	71
1999	249
2000	212
2001	258

2002	217
2003	535
2004	700
2005	724
2006	3.782
2007	3792
2008	3806
2009	3975
2010	3984
2011	3996
2012	4009
2013	4083
2014-2015 (kế hoạch)	Thêm 432 DN CPH trong hai năm này

Nguồn: [141], [142]



Nguồn : [137], [158]

Hình 3.3: Biểu đồ về qui mô khối lượng niêm yết của TTCK Việt Nam giai đoạn 2006-2013 (Đvt: cổ phiếu)

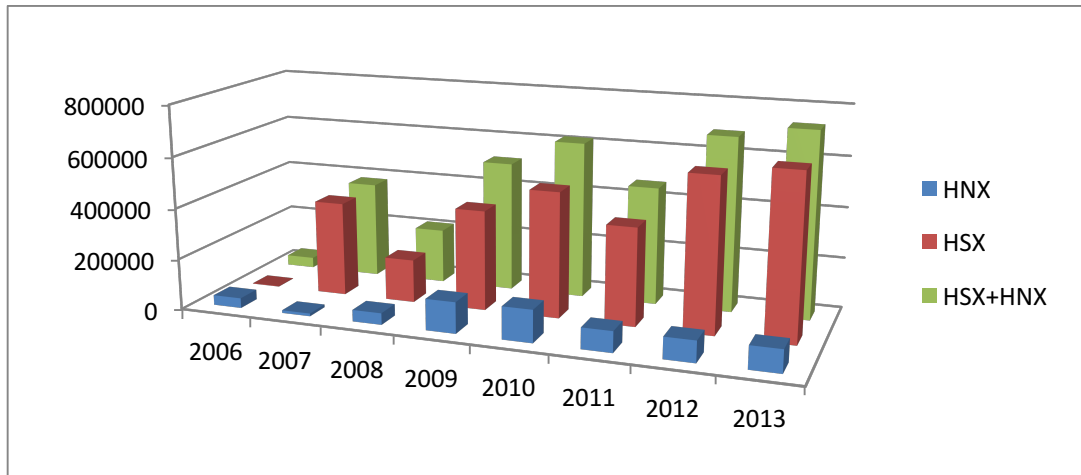
Hai là, tính thanh khoản TTCK Việt Nam ngày càng cải thiện theo chiều hướng tốt. Tốc độ luân chuyển đo độ năng động thị trường có xu hướng gia tăng cao nhất là năm 2007 chiếm 87,9% và năm 2010 chiếm 82,7% tương ứng với giá trị giao dịch trên

GDP đo lường qui mô là 17,7% và 16,2%. Thêm vào đó lượng tập trung tư bản của 4 công ty dẫn đầu thị trường có xu hướng giảm thấp nhất là năm 2007 chỉ chiếm 26,87% trên tổng lượng vốn hoá vì nếu 4 công ty này có lượng vốn hoá quá lớn có thể xuất hiện việc đầu cơ tích trữ và vận dụng những mảnh khoé để điều chỉnh giá cả hay làm giá để thao túng thị trường theo hướng có lợi cho họ (bảng 3.13).

Bảng 3.13: Một số chỉ tiêu đo kích cỡ và độ năng động của TTCK Việt Nam

Năm	Tốc độ luân chuyển(%)	Giá trị GD/GDP(%)	Vốn hoá của 4 hãng dẫn đầu /Tổng Vốn hoá(%)	Các Mã CP có vốn hóa dẫn đầu TT
2000	7.59	0.02	96.98	HAP,SAM,REE,TMS
2001	55.59	0.19	74.87	
2002	29.6	0.14	60.56	
2003	10.5	0.07	59.65	AGF,GMD,REE,SAM
2004	31.2	0.1	58.31	BT6,GMD,REE,SAM
2005	24.8	0.2	86.76	GMD,KDC,SAM,VSH
2006	22.4	1.8	49.67	FPT,PPC,PVD,VNM
2007	87.9	17.7	26.87	DPM,FPT,SSI,STB
2008	44.8	7.2	29.64	DPM,HAG,PVD,VNM
2009	141	22.3	27.82	CTG,HAG,VCB,VNM
2010	82.7	16.2	28.43	BVH,MSN,VCB,VIC
2011	29.5	4.6	35.05	MSN,VCB,VIC,VNM
2012	13.2	2.5	40.81	GAS,MSN,VCB,VNM

Nguồn: [137], [158], [172]



Nguồn: [172]

Hình 3.4: Biểu đồ giá trị vốn hoá thị trường của TTCK Việt Nam giai đoạn 2006-2013 (Đvt: tỷ đồng)

Lượng vốn hoá thị trường cao nhất đạt 731,208 tỷ đồng tăng 512,5 tỷ đồng so với năm 2006.

Ba là, thị trường đã nghiên cứu và phát triển các sản phẩm mới như đưa ra chỉ số mới VN Index30, HNX index, UPCOM Index cho những cổ phiếu vốn hoá lớn và tính thanh khoản cao, thời gian giao dịch kéo dài sang buổi chiều, triển khai lệnh thị trường (tạo tính linh hoạt, thêm công cụ đặt lệnh), sản phẩm mới ETF (hoàn thiện qui chế niêm yết, công bố thông tin, giao dịch, niêm yết, xây dựng phần mềm phụ trợ, website...), chứng quyền covered warrant (phối hợp với Sở GDCK Đài Loan và công ty Yuanta).... Chỉ số VN Index 30 bao gồm 30 công ty hàng đầu trên thị trường về giá trị vốn hoá, chiếm 80% giá trị vốn hoá toàn thị trường, về thanh khoản chiếm 60% giá trị giao dịch toàn thị trường. HOSE chọn 15 cổ phiếu trong chỉ số này để đưa vào Asian Stars [137].

Bốn là, sự đóng góp của trái phiếu chính phủ đối với GDP có chiều hướng gia tăng. Thông qua kênh TTCK đã huy động được một khối lượng vốn nhất định cho ngân sách Nhà nước thông qua việc đấu thầu và bảo lãnh phát hành trái phiếu Chính phủ, trái phiếu quỹ hỗ trợ phát triển với trị giá trên 5400 tỷ đồng với kỳ hạn đa dạng 5 năm, 7 năm, 10 năm, 15 năm.

Trong đó, trái phiếu chính phủ là trụ cột quan trọng bảo đảm cho sự vận hành và phát triển bền vững cho thị trường trái phiếu. Thị trường này chỉ hiệu quả khi sự vận

hành của trái phiếu chính phủ hình thành được đường cong lãi suất chuẩn [152]. Đến tháng 9 năm 2013, quy mô trái phiếu đạt mức 18,48% GDP trong đó quy mô trái phiếu chính phủ là 11,02% và trái phiếu được chính phủ bảo lãnh chiếm 4,43%,. Trái phiếu chính quyền địa phương chiếm 0,34%, trái phiếu doanh nghiệp chiếm 2,62% (*bảng 3.14*).

Chỉ tiêu	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Tháng 9/2013
GDP (Tỷ đồng)	953.232	1.109.404	1.428.952	1.645.481	1.980.914	2.536.631	3.245.400	3.694.100
Dư nợ	135.7	217.815	271.268	304.402	388.111	435.030	541.090	679.787
So với GDP	14,23	19,63	18,98	18,50	19,59	17,15	16,67	18,4
TPCP(Tỷ đồng)	88.97	114.052	135.554	135.763	160.340	203.468	313.228	406.950
So với GDP (%)	9.33	10.28	9.49	8.25	8.09	8.02	9.65	11.02
TP được CP bảo lãnh (Tỷ đồng)	25.40	49.633	76.032	78.201	110.340	141.590	157.486	163.553
So với GDP (%)	2,66	4,47	5,32	4,75	5,57	5,58	4.85	4.43
TP Chính quyền địa phương(Tỷ đồng)	9.554	11.554	9.756	9.691	7.405	6.055	8.569	12.389
So với GDP(%)	1	1,04	0,68	0,59	0,37	0,24	0.26	0.34
TPDN(Tỷ đồng)	11.74	42.576	49.926	80.747	110.027	83.917	61.808	96.895
So với GDP(%)	1,23	3,84	3,49	4,91	5,55	3,31	1.90	2.62

Bảng 3.14: Qui mô thị trường trái phiếu năm 2006-2013

Nguồn: [146]

Năm là, TTCK Việt Nam bước đầu thể hiện khả năng hội nhập quốc tế vào ngày 18/9/2013, UBCK ký thành công Biên bản ghi nhớ đa phương MM0U của Tổ chức quốc tế các Ủy Ban Chứng Khoán (IOSCO) để trở thành thành viên chính thức của tổ chức này, bằng việc triển khai các nghị quyết có lợi của IOSCO sẽ có ích cho sự hội nhập quốc tế sâu rộng của TTCK. Để tham gia được vào tổ chức này, UBCK NN đã nỗ lực không ngừng trong thu hút luồng vốn gián tiếp nước ngoài, ban hành Quy chế bảo mật thông tin, tái cấu trúc thị trường, xếp hạng tín nhiệm của TTCK Việt Nam cũng được cải thiện [144]. Từ đây, các cơ hội về hợp tác đa phương, song phương, các chương trình đào tạo, diễn đàn trao đổi kinh nghiệm, hợp tác trong quản lý giúp Việt Nam hiện đại hóa và hội nhập hóa TTCK của mình.

Với kết quả nêu trên, có thể nói hoạt động của TTCK vừa qua đã đạt được những mục tiêu cơ bản đã đề ra cho thời kỳ đầu là đưa vào vận hành một TTCK với qui mô nhỏ, phát triển từ thấp đến cao và đã góp phần vào sự tăng trưởng kinh tế trong thời kỳ công nghiệp hoá-hiện đại hoá và hội nhập kinh tế quốc tế.

b. Những hạn chế, yếu kém

Trong giai đoạn đầu phát triển còn những mặt hạn chế tác động đến thị trường tài chính nói riêng và nền kinh tế nói chung bao gồm:

Trước hết, theo kết quả nghiên cứu của Vũ Đình Ánh (2007) sử dụng lý thuyết thị trường hiệu quả (EMH) đã kết luận rằng TTCK Việt Nam không hiệu quả về mặt thông tin (tỷ giá hối đoái, lãi suất tiền gửi, lãi suất cho vay) và cũng không tuân thủ giả thuyết thị trường dạng yếu bởi Việt Nam là một thị trường mới nổi với mức vốn hoá thấp, thanh khoản thấp, hành vi bầy đàn của nhà đầu tư hệ thống pháp lý, quản trị các công ty niêm yết chưa đầy đủ, hệ thống kế toán-kiểm toán chưa chặt chẽ, giao dịch nội gián [41]. Trên thực tế, mức độ hiệu quả của thị trường còn phụ thuộc vào những người tham gia, các nhà đầu tư trên thị trường. Thị trường sẽ hiệu quả nếu như có độ lớn số lượng các NĐT chuyên nghiệp. Đồng kết luận như trên Nguyễn Thanh Nhã (2010) cũng cho rằng thị trường chứng khoán Việt Nam không tuân thủ giả thuyết thị trường dạng yếu [14].

Thứ hai, Phan Thanh Hà (2007) cho rằng TTCK Việt Nam phát triển nhanh hơn năng lực quản lý vĩ mô của Nhà nước và vi mô ở các công ty CK, quỹ đầu tư...Cơ sở

hạ tầng của thị trường căn cứ vào số lượng công ty chứng khoán, số công ty niêm yết [22].

Bảng 3.15: Qui mô số lượng công ty niêm yết của TTCK Việt Nam giai đoạn 2006-2013

Năm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	4/2014
HSX	88	118	147	193	271	301	315	315	326
HNX	95	119	175	245	356	385	399	400	406
Tổng	183	237	322	438	627	686	714	715	732

Nguồn: [137],[158]

Tính đến tháng 4 năm 2014, số lượng công ty niêm yết đã lên đến 732 công ty tăng 549 công ty so với năm 2006. Số lượng công ty chứng khoán gồm 103 công ty trong đó có 89 công ty còn nghiệp vụ môi giới chứng khoán, và gồm 41 công ty quản lý quỹ tính đến tháng 4 năm 2014 (bảng 3.15). Như vậy số lượng này là quá nhiều trong một thị trường nhỏ như Việt Nam. Do đó khung pháp lý và các qui định về phát hành và giao dịch, giao dịch ký quỹ, qui định bán khống, qui định công ty chứng khoán cấp tín dụng cho khách hàng hay ngân hàng, qui định cho các công ty chứng khoán trở thành ngân hàng đầu tư, thiếu các qui định về chống gian lận, không đủ qui định về bảo lãnh phát hành. Ngoài ra, các hình thức xử phạt còn mang tính hình thức về các trường hợp gian lận, chậm công bố thông tin, thông tin nội gián, làm giá. Các trường hợp xử phạt trong thời gian qua tập trung vào vi phạm qui định là công ty đại chúng, chào bán chứng khoán, công bố thông tin, thao túng thị trường, giao dịch không thông báo cho cổ đông, vi phạm về hoạt động kinh doanh của các công ty chứng khoán. World Bank còn cho rằng cơ chế bảo vệ nhà đầu tư ở TTCK Việt Nam còn yếu và đáng quan ngại [34, trang 19].

Thứ ba, cơ sở hạ tầng còn yếu như hệ thống công ty kiểm toán còn thiếu dẫn đến việc chậm trễ trong công bố thông tin, hệ thống xếp hạng tín nhiệm cho doanh nghiệp còn thiếu, xếp hạng trái phiếu công ty, việc phân loại theo ngành nghề để thành lập các chỉ số theo ngành còn hạn chế do các công ty kinh doanh đa lĩnh vực, kém minh bạch, tiêu chí phân loại chưa rõ ràng, đầu tư dàn trải và quá nhiều lĩnh vực [33].

Thứ tư, tâm lý NĐT Việt Nam thường theo đám đông, mức độ hiểu biết cách thức đầu tư, chọn lựa cổ phiếu còn hạn chế, số lượng các định chế tài chính, quỹ đầu tư chuyên nghiệp còn chưa nhiều, số lượng công ty chứng khoán thua lỗ gia tăng do hội đồng quản trị yếu kém.

Thứ năm, cơ cấu kinh tế mất cân đối, dòng vốn luân chuyển chưa hợp lý đặc biệt là khu vực phi sản xuất, đầu tư vào chứng khoán. Rất nhiều công ty, tổng công ty Nhà nước và tư nhân lơ là nhiệm vụ sản xuất và sản phẩm chủ đạo để đầu tư vào chứng khoán hoặc huy động vốn từ thị trường này để đầu tư mạo hiểm, đầu tư bất động sản [30].

Thứ sáu, công ty phát hành cố gắng tăng vốn càng nhiều càng tốt, chủ quan trong công tác giám sát, đánh giá hiệu quả kinh doanh, tăng cường quản trị doanh nghiệp, qui định tăng vốn khá dễ dàng đối với các công ty khát vốn. Việc tăng vốn, phát hành, phân phối chưa đảm bảo sự công bằng [14].

Thứ bảy, TTCK Việt Nam cũng bị ảnh hưởng bởi những thăng trầm của nền kinh tế Việt Nam và thế giới, bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế toàn cầu bắt đầu là khủng hoảng nợ công Châu Âu và sự yếu kém của khu vực đồng tiền chung Châu Âu và nền kinh tế Mỹ. Ngoài ra, các khó khăn gặp phải của nền kinh tế bao gồm tăng trưởng giảm sút, sức cầu yếu, lãi suất còn cao, tăng trưởng tín dụng và huy động vốn thấp trong khi đó chi phí đầu vào tăng do lạm phát tăng, khả năng tiếp cận tín dụng thấp, hàng tồn kho tăng....[12]. Điều này gây khó khăn không chỉ các công ty kinh doanh mà còn đối với các NĐT. Các nhà đầu tư không quan tâm nhiều đến mua cổ phiếu thông qua việc chào bán cổ phiếu tăng vốn điều lệ, nhiều đợt chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu không thành công. Giá cổ phiếu xuống thấp (khoảng 68% công ty ở HOSE và HNX có giá trị giao dịch dưới giá trị sổ sách) trong đó có đến 38% cổ phiếu công ty trên sàn HOSE và 55% công ty trên sàn HNX có giá giao dịch dưới mệnh giá 10.000đ dẫn đến không thể huy động tăng vốn. Ngoài ra, quá trình phát hành cổ phiếu kéo dài (khoảng 6 tháng) làm cho nhà đầu tư khó thực hiện bán ra cổ phiếu mới phát hành nên nhà đầu tư không muốn mua trên thị trường sơ cấp chỉ muốn mua trên thị trường thứ cấp để dễ thanh khoản đối với cổ phiếu. Thị trường cổ phiếu suy giảm làm cho nhà đầu tư rút khỏi TTCK và chuyển hướng sang đầu tư lướt sóng trên thị trường

vàng, hoặc gửi tiết kiệm với lãi suất cao [10]. Có thể nói trong thời gian qua, TTCK Việt Nam thực sự vẫn chưa phát triển lành mạnh và ổn định, vẫn còn vắng bóng các mã đại diện cho nền kinh tế như điện lực, bưu điện, dầu khí... cộng với các nguyên nhân do thay đổi chính sách vĩ mô của Nhà nước và môi trường đầu tư làm việc huy động vốn của TTCK ngày càng khó khăn trước sự suy giảm kéo dài của TTCK Việt Nam. Trong năm 2012, chỉ có 14 cổ phiếu và một chứng chỉ quỹ lên sàn vì các doanh nghiệp chủ yếu tập trung vào kinh doanh hơn là chú trọng vào niêm yết [6]. Hoạt động niêm yết bổ sung cũng sụt giảm 29% do việc huy động vốn từ TTCK ngày càng khó khăn. Trong cùng năm có 9 doanh nghiệp huỷ niêm yết.

Như vậy, dù đã có hơn 15 năm hình thành và phát triển, TTCK cũng đương đầu với những khó khăn, thách thức và những hạn chế trong tương lai cần khắc phục để tương xứng với trình độ phát triển của nền kinh tế.

3.1.2. Thực trạng tăng trưởng kinh tế Việt Nam giai đoạn 1991-2013

Với mục tiêu kinh tế-xã hội được đặt ra như chống lạm phát, giảm thất nghiệp, cải thiện cán cân thanh toán, tăng thu ngân sách, phát triển giáo dục, y tế, chống nguy cơ tụt hậu xa hơn về kinh tế...[7, trang 23]. Thông qua những cải cách kinh tế đã mang lại những thành tựu quan trọng trong kinh tế vĩ mô, như tình trạng thâm hụt ngân sách, lạm phát đang dần được kiểm soát, xuất khẩu gia tăng mạnh mẽ, nền kinh tế bắt đầu có tiết kiệm và tích lũy cùng với sự gia tăng các nguồn vốn từ bên ngoài như viện trợ, đầu tư trực tiếp nước ngoài và sự gia tăng tiết kiệm trong nước, nền kinh tế Việt Nam đang trở thành một trong những nền kinh tế có mức tiết kiệm và tỉ lệ đầu tư xã hội cao. Trong tiến trình đó, Việt Nam đã đạt được nhiều thành tựu đáng kể nhưng vì xuất phát điểm còn thấp nên đạt được tỷ lệ tăng trưởng kinh tế có tầm quan trọng hàng đầu đối với Việt Nam [18]. Cụ thể như sau:

Thứ nhất, tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và ổn định trong nhiều năm, tăng dần qua các năm, giai đoạn 1991-1997 đạt 8,4%, giai đoạn 1998-2004 đạt 6,6%, giai đoạn 2001-2004 đạt 7,5%, giai đoạn 2005-2007 đạt 8,4%, giai đoạn 2008-2013 đạt 5,7% [26, trang 10]. So với các nước trong khu vực và trên thế giới, Việt Nam có tốc độ tăng trưởng thuộc loại cao bởi khi tính bình quân trong giai đoạn 1991-2012 tốc độ kinh tế đạt gần 7,3%/năm.

Thứ hai, thời kỳ 1991-1995 từng bước chuyển sang cơ chế thị trường, khu vực kinh tế ngoài quốc doanh phát triển nhanh, nền kinh tế đạt tăng trưởng cao nhất vào năm 1995 chiếm 9,54% nguyên nhân do Chính phủ ban hành và sửa đổi bộ luật liên quan đến ngân sách Nhà nước, doanh nghiệp quốc doanh, ngoài quốc doanh, tín dụng và ngân hàng, khuyến khích đầu tư trong nước và ngoài nước, nguồn vốn ODA giúp Việt Nam điều chỉnh cơ cấu, xây dựng nền móng cho sự phát triển. Việt Nam cũng mở rộng quan hệ thương mại và tài chính quốc tế thông qua gia nhập ASEAN năm 1994, AFTA năm 1995 [44].

Thứ ba, giai đoạn 1996-2000, do bị ảnh hưởng cuộc khủng hoảng tài chính-tiền tệ Châu Á làm giảm nguồn vốn FDI, cạnh tranh khốc liệt trên thị trường xuất khẩu làm giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế. Cụ thể năm 1999 tốc độ tăng trưởng kinh tế chỉ đạt 4,8%, bình quân giai đoạn này đạt 7%, không đạt kế hoạch 5 năm [43, trang 30].

Thứ tư, giai đoạn 2001-2012: nhờ tác động của chương trình cải tổ cơ cấu kinh tế bao gồm thúc đẩy khu vực ngoài quốc doanh và cổ phần hoá các DNNN, gia tăng số lượng doanh nghiệp ngoài quốc doanh đã huy động tiết kiệm trong dân cư, tạo động lực cạnh tranh [44]. Chính phủ khuyến khích trang trại và cải cách phân phối sản phẩm nên tốc độ tăng trưởng tăng cao trở lại từ 2002-2007 đạt 7,9%. Đến cuối năm 2008, nền kinh tế bắt đầu giảm do bị ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu, tốc độ đạt 5,74% từ năm 2008-2013.

Nhờ quy mô GDP tăng lên nhanh chóng. Sự tăng trưởng của nền kinh tế thể hiện rõ qua tăng trưởng của ba nhóm ngành nông nghiệp, công nghiệp và dịch vụ [26].

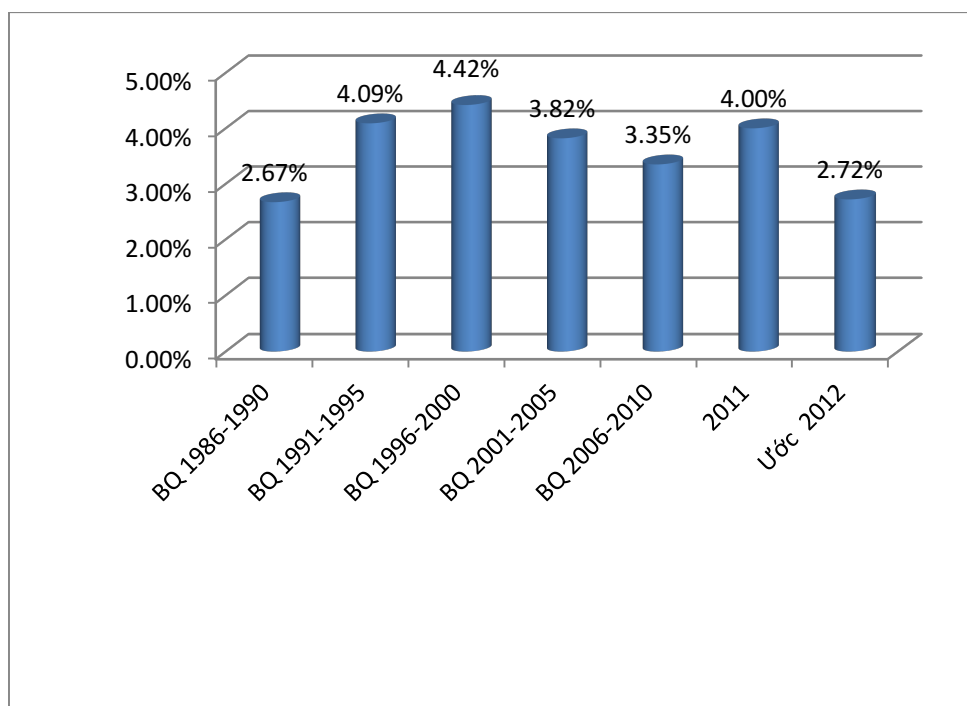
Bảng 3.16: Tốc độ tăng trưởng kinh tế Việt Nam tổng số và phân theo nhóm ngành. Đơn vị tính: %

Năm	Tổng số	Theo nhóm ngành		
		Nông,lâm- thủy sản	Công nghiệp- Xây dựng	Dịch vụ
1991	5.8	2.18	7.71	7.38
1992	8.7	6.88	12.79	7.58
1993	8.08	3.28	12.62	8.64
1994	8.83	3.37	13.39	9.56
1995	9.54	4.8	13.6	9.83
1996	9.34	4.4	14.46	8.8
1997	8.15	4.33	12.62	7.14
1998	5.76	3.53	8.33	5.08
1999	4.77	5.23	7.68	2.25
2000	6.8	4.63	10.07	5.32
2001	6.9	2.98	10.39	6.1
2002	7.08	4.17	9.48	6.54
2003	7.34	3.62	10.15	6.45
2004	7.79	4.36	10.21	7.26
2005	8.44	4	10.68	8.48
2006	8.23	3.69	10.38	8.29
2007	8.46	3.76	10.22	8.85
2008	6.31	4.7	5.98	7.37
2009	5.32	1.83	5.52	6.63
2010	6.78	2.78	7.70	7.52
2011	5.89	4	5.53	6.99
2012	5.03	2.72	4.52	6.42
Ước 2013	5.13	2.67	5.43	6.56

Nguồn : [46], [162]

3.1.2.1. Nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản

Nông, lâm, ngư nghiệp vẫn luôn là ngành truyền thống mũi nhọn của Việt Nam [44]. GDP được tạo ra từ nhóm ngành này tiếp tục tăng chẳng hạn trong giai đoạn 1986-1990, giá trị sản xuất nông-lâm-ngư nghiệp đạt được 2,67% những đã tăng liên tục trong thời kỳ 1991-1995 đạt 4,1%, năm 1996-2000 đạt 4,4%, và năm 2001-2010 đạt 3,6% đến năm 2011 giá trị tăng bình quân đạt 4 %. Sau đó sụt giảm còn 2,72% năm 2012 và giảm tiếp 2,67% vào năm 2013 (bảng 3.16).



Nguồn: Tổng cục thống kê [162]

Hình 3.5: Tốc độ tăng GDP do nhóm ngành nông, lâm nghiệp và thủy sản tạo ra

Trong các giai đoạn sụt giảm, ngành nông nghiệp gặp khó khăn do hạn hán, dịch cúm gia cầm, bão lụt do còn phụ thuộc nhiều vào thiên nhiên và việc đầu tư vào cơ sở vật chất kỹ thuật còn nhiều hạn chế [43]. Tuy nhiên, theo xu hướng, GDP giá so sánh được tạo ra do nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản gia tăng lần lượt đạt 78.617 tỷ, 3.303 tỷ, 15.331 tỷ (bảng 3.17).

Bảng 3.17: GDP giá so sánh phân theo nhóm ngành Nông nghiệp-Lâm nghiệp-Thủy sản (Đvt: tỷ đồng).

Nhóm ngành NN-LN-TS	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ước 2012
Nông nghiệp	64.072	66.080	67.625	73.795	71.971	73.723	76.436	78.617
Lâm nghiệp	2.635	2.670	2.700		2.855	2.966	3.114	3.303
Thủy sản	10.181	10.972	13.132	12.792	13.340	13.924	14.684	15.331
Tổng số	76.888	79.722	83.457	86.587	88.166	90.613	94.234	97.251

Nguồn: Tổng cục thống kê [162]

3.1.2.2. Công nghiệp và xây dựng

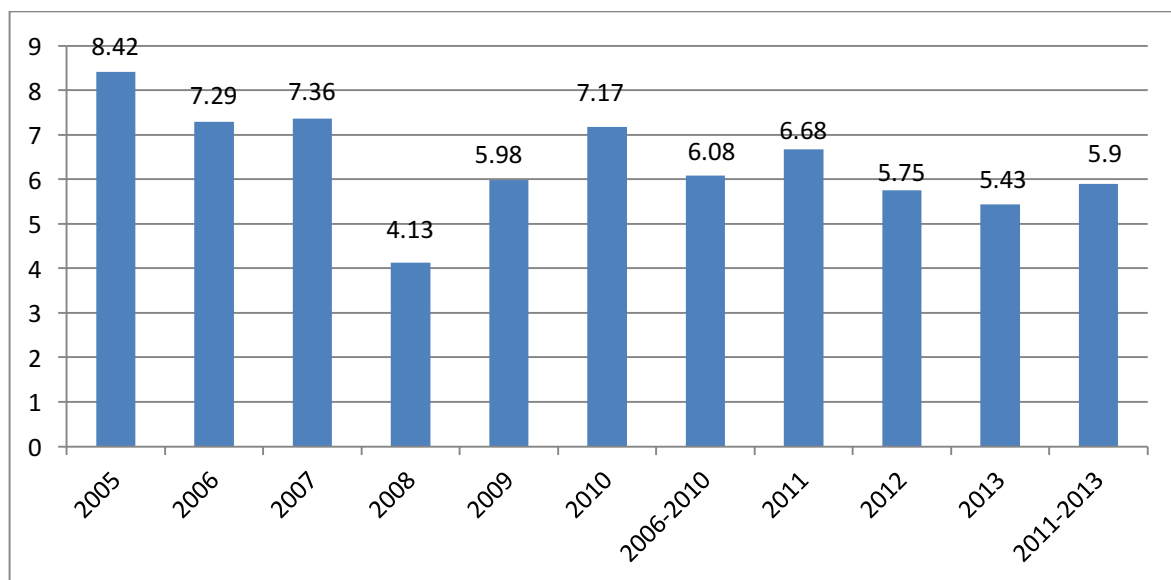
Công nghiệp luôn là ngành đặt trọng tâm do mục tiêu phấn đấu trở thành nước công nghiệp về cơ bản từ năm 2010, tăng trưởng GDP do công nghiệp - xây dựng tạo ra chiếm tỷ trọng khá cao từ năm 2005-2007, bắt đầu năm 2008 do khủng hoảng, lạm phát tỷ trọng sụt giảm, tỷ lệ này được cải thiện nhờ chính sách kích cầu năm 2010. Các tỉnh thành phố có mức tăng trưởng cao hơn mức chung: TPHCM, Hà Nội, Vĩnh Phúc, Bình Dương, Đà Nẵng, Hải Phòng... Ở một số sản phẩm chủ yếu là than, phân hoá học, ô tô lắp ráp, máy công cụ... [44]. GDP giá so sánh được tạo ra do công nghiệp chế biến chiếm tỷ trọng cao nhất đạt 157.482 tỷ đồng, đứng thứ nhì là xây dựng chiếm 52.952 tỷ đồng năm 2012 (*bảng 3.18*).

Bảng 3.18: GDP giá so sánh phân theo nhóm ngành CN-XD (Đvt: tỷ đồng)

Nhóm ngành CN-XD	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Công nghiệp khai thác	22.854	22.987	21.094	21.065	22.669	21.833	21.802	22.565
Công nghiệp chế biến	89.338	100.436	113.801	124.935	128.386	139.150	150.700	157.482
Công nghiệp điện, khí đốt, nước	11.247	12.604	13.485	14.842	16.181	18.005	19.780	22.193
Xây dựng	34.428	38.232	42.875	42.712	47.563	52.348	51.841	52.925
Tổng số	157.867	174.259	191.255	203.554	214.799	231.336	244.123	255.165

Nguồn: Tổng cục thống kê [162]

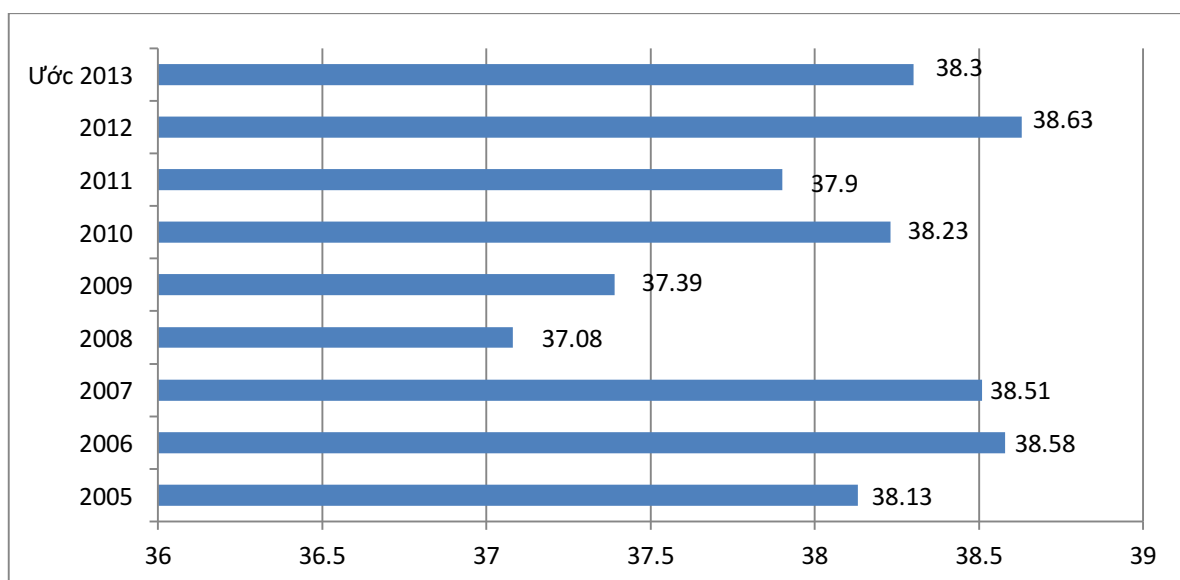
Tăng trưởng GDP do công nghiệp-xây dựng tạo ra cao nhất là năm 2005-2007, 2010 đạt trung bình 7,56% ở cả ba khu vực: DNNN, DN ngoài quốc doanh, và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài, thấp nhất là các năm 2008-2009 và 2012-2013 trung bình đạt 5,3% (hình 3.6).



Nguồn: Tổng cục thống kê [162]

Hình 3.6: Tăng trưởng GDP do công nghiệp-xây dựng tạo ra (%)

Do tăng trưởng suy giảm nên tỷ trọng đóng góp vào GDP của ngành này cũng xoay quanh ngưỡng đóng góp 38% (hình 3.7).



Nguồn: Tổng cục thống kê [162]

Hình 3.7: Tỷ trọng công nghiệp-xây dựng trong GDP (%)

3.1.2.3. Dịch vụ

Dịch vụ đóng góp cho tốc độ tăng trưởng GDP khá cao [40]. Giai đoạn tăng trưởng tốt nhất là 1991-1996 đạt 8,6%. Sau đó sụt giảm vào năm 1997-2003 đạt 5,5% và trở lại tăng trưởng tốt vào năm 2004-2008 đạt 8,1%. Sau đó sụt giảm từ giai đoạn 2009-2013 còn 6,8% do khó khăn và tác động khủng hoảng kinh tế. Dễ nhận thấy nguồn lực có xu hướng chuyển dịch từ các loại dịch vụ sang thương mại, khách sạn, nhà hàng, vận tải... Dịch vụ thương mại vẫn chiếm ưu thế đạt 108.228 tỷ đồng GDP năm 2012. Tiếp theo là vận tải, bưu điện, du lịch đạt 208.406 tỷ đồng. Thấp nhất là GDP được tạo ra từ Đảng, đoàn thể, hiệp hội và dịch vụ làm thuê hộ gia đình đạt lần lượt 676 tỷ và 1.080 tỷ đồng (*bảng 3.19*).

Bảng 3.19: GDP giá so sánh phân theo các ngành trong nhóm ngành dịch vụ (Đvt: tỷ đồng)

Nhóm ngành dịch vụ	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Thương nghiệp	63.950	69.418	75.537	80.654	86.847	93.876	101.220	108.228
Nhà hàng, khách sạn	13.472	15.145	17.086	18.579	19.005	20.657	22.189	23.740
Vận tải, bưu điện, du lịch	15.318	16.870	18.793	21.031	22.815	24.809	26.577	28.406
Tài chính, ngân hàng, bảo hiểm	8.197	8.867	9.651	10.631	11.556	12.520	13.428	14.381
Khoa học và công nghệ	2.368	2.543	2.738	2.906	3.092	3.302	3.508	3.760
Kinh doanh bất động sản	14.816	15.252	15.872	16.268	16.684	17.121	17.434	17.228
Quản lý nhà nước	10.477	11.270	12.186	12.974	13.918	14.957	16.018	17.193
Giáo dục-đào tạo	13.127	14.231	15.477	16.710	17.807	19.044	20.406	21.908
Y tế	5.640	6.082	6.572	7.082	7.559	8.086	8.675	9.314
Văn hóa, thể thao	2.163	2.329	2.518	2.697	2.891	3.119	3.335	3.566
Đảng, đoàn thể, hiệp hội	423	454	491	525	560	598	635	676
Phục vụ cá nhân, cộng đồng	7.655	8.210	8.860	9.419	9.974	10.617	11.279	12.006
Dịch vụ làm thuê hộ gia đình	670	720	781	840	893	954	1.014	1.080
Tổng cộng	158.276	171.391	186.562	200.316	213.601	229.660	245.718	261.486

Nguồn: Tổng cục thống kê [162]

Như vậy, TTCK thuộc nhóm ngành tài chính, ngân hàng, bảo hiểm có tỷ lệ đóng góp cho GDP trung bình từ năm 2005-2009 đóng góp khoảng 9.780 tỷ đồng chiếm khoảng 5.3% GDP, giai đoạn 2010-2012 chiếm bình quân 13.443 tỷ đồng khoảng 5.5% GDP. Quy mô đóng góp ngày càng gia tăng đã tăng lên 3.663 tỷ đồng. Như vậy, TTCK nói riêng và tài chính nói chung thể hiện vai trò tích cực phần nào đóng góp cho tăng trưởng kinh tế trong thời gian qua.

3.1.2.4. Đánh giá hiệu quả của tăng trưởng kinh tế Việt Nam giai đoạn 1991-2013

Hiệu quả của tăng trưởng như đã nêu ở Chương 2 được đánh giá thông qua hiệu quả lao động (năng suất lao động), hiệu quả sử dụng vốn (ICOR), và giá trị gia tăng so với tổng giá trị sản xuất.

a. Hiệu quả sử dụng vốn

Các nhà kinh tế học sử dụng hệ số ICOR hay suất đầu tư để đánh giá hiệu quả sử dụng vốn.

Tăng trưởng kinh tế cao của Việt Nam trong suốt giai đoạn vừa qua gắn liền với tăng mạnh vốn đầu tư, tỷ lệ đầu tư so với GDP tăng liên tục từ 18,1% năm 1990 lên 46,5% năm 2007, giảm còn 43,1% năm 2008 do việc thực hành chính sách thắt chặt tiền tệ để kiểm chế lạm phát. Trong giai đoạn 1995-2005, tỷ lệ đầu tư trên GDP của Việt Nam đứng thứ chín trên thế giới. Đáng chú ý là hệ số ICOR cao hơn nhiều so với các nước NIC trong thời kỳ cất cánh (giai đoạn 1961-1980) [44, trang 51]. Do đó có thể thấy nguồn vốn đầu tư của nước ta chưa được sử dụng hiệu quả, phục vụ tăng trưởng. Như vậy, hiệu quả sử dụng vốn đầu tư thấp là một nút thắt trong tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam. Hệ số ICOR của khu vực kinh tế nhà nước cao hơn tương đối so với khu vực tư nhân trong nước và tư nhân nước ngoài [37]. Bình quân trong giai đoạn 2000-2007, phải có khoảng 7,8 đơn vị đầu tư nhà nước mới tạo ra được 1 đơn vị giá trị gia tăng, trong khi khu vực kinh tế tư nhân là 3,2 và kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài là 5,2.

b. Năng suất lao động

Việt Nam được đánh giá có năng suất lao động thấp so với các nước trong khu vực, năm 2007 đạt 1.608 USD/người/năm. Trung Quốc có năng suất gấp trên hai lần Việt Nam, Thái Lan gấp 4,5 lần, Hàn Quốc gấp 23,5 lần [44, trang 52]. Bên cạnh đó tốc độ

tăng năng suất lao động chưa cao và thiếu ổn định như các ngành chi phối năng suất là ngành công nghiệp chế biến. Năm 2008, năng suất lao động của công nghiệp chế biến chỉ tăng 3,96%. Tăng trưởng của ngành này thiếu ổn định và bền vững, phụ thuộc vào cầu nước ngoài. Trong khi đó, ngành có năng suất lao động cao nhất là công nghiệp khai thác lại là ngành khai thác tài nguyên, thâm dụng vốn [38].

Do tác động tích cực của quá trình chuyển dịch cơ cấu ngành do di chuyển ngành có năng suất thấp sang ngành có năng suất cao (từ nông nghiệp sang công nghiệp) làm nguồn lực của tăng năng suất lao động tổng thể nước ta được cải thiện thấy rõ. Tuy nhiên, cũng có mặt yếu kém là hiệu quả và chất lượng của tăng trưởng ngành còn thấp.

Ngành nông nghiệp có năng suất tăng trưởng thấp nhưng ổn định, có xu hướng tăng trong khi ngành công nghiệp chế biến do chủ yếu mở rộng qui mô sản xuất và hấp thụ lao động trình độ thấp chứ chưa phải do tăng quy mô và sản phẩm có hàm lượng công nghệ cao. Vốn là yếu tố quyết định tăng năng suất lao động và năng lực cạnh tranh. Trên thực tế có sự đánh đổi giữa việc tạo việc làm và tăng năng suất lao động [39].

c. Giá trị gia tăng so với tổng giá trị sản xuất

Tỷ lệ giá trị gia tăng trong tổng giá trị sản xuất còn thấp, và tốc độ tăng trưởng GDP cũng thấp hơn tốc độ tăng giá trị sản xuất bởi chi phí trung gian tăng cao [39]. Đối với ngành công nghiệp, tỷ lệ giá trị gia tăng trong tổng giá trị sản xuất chỉ đạt 38-40%. Tỷ trọng giá trị gia tăng trung bình của tất cả các ngành trên tổng sản lượng giảm hơn 45% năm 1999 xuống còn 41% năm 2007. Tỷ trọng này của công nghiệp giảm từ 40% năm 2000 xuống 30% năm 2008. Có 16 ngành có tỷ trọng giá trị gia tăng trên sản lượng tăng lên trong thời kỳ năm 2000-2007 là các ngành nông-lâm-ngư, khai khoáng và dịch vụ. Có 92 ngành có tỷ trọng giá trị gia tăng trên sản lượng giảm. Ngoài ra, còn có 38 ngành có tỷ trọng giá trị gia tăng trên sản lượng đạt trên 50%; 26 ngành đạt từ 30 - dưới 50% và số còn lại thấp hơn 30% [44].

d. Cấu trúc đầu vào của tăng trưởng ở Việt Nam

Thể hiện thông qua tỷ lệ đóng góp của yếu tố đầu vào gồm vốn, lao động, và năng suất các nhân tố tổng hợp TFP. Trong giai đoạn 1991-1997, tỷ lệ đóng góp của TFP cho tăng trưởng tăng 15,41%, và 24,78% trong giai đoạn 2001-2007. Tỷ lệ đóng góp

của TFP Việt Nam vẫn thấp hơn so với các nước trong khu vực và đang có xu hướng giảm [37]. Vì vậy, chất lượng tăng trưởng dưới góc độ yếu tố đầu vào có xu hướng gia tăng. Vai trò hạn chế của TFP đối với tăng trưởng là một rào cản lớn cho việc nâng cao hiệu quả tăng trưởng kinh tế, ảnh hưởng trực tiếp đến các chỉ tiêu năng suất lao động, hiệu quả đầu tư, khả năng duy trì tăng trưởng kinh tế trong dài hạn và khai thác tiềm năng của đất nước [44].

3.2. KẾT QUẢ BẢNG KHẢO SÁT VÀ PHỎNG VẤN CHUYÊN GIA HOẠT ĐỘNG TRÊN TTCK VÀ KHẢO SÁT CÁC CÔNG TY PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN

3.2.1. Kết quả bảng khảo sát và phỏng vấn chuyên gia hoạt động trên TTCK

3.2.1.1. Nghề nghiệp của những người tham gia khảo sát

Sau thời gian 12 tháng khảo sát từ tháng 1 năm 2013 đến tháng 12 năm 2013, 200 phiếu phỏng vấn đã được phát ra và kết quả thu được 174 phiếu. Diễn giải kết quả chi tiết như sau:

Tỷ lệ nghề nghiệp của chuyên gia trả lời chủ yếu là vị trí quản lý tại Công ty chứng khoán chiếm 40% (gồm 70 người), thấp nhất là vị trí quản lý tại Quỹ Đầu tư chiếm 8% (gồm 14 người) và đang làm vị trí quản lý tại SGDCK 8% (gồm 14 người) (trong đó có 12 người ở SGDCK TPHCM và 2 người ở SGDCK Hà Nội). Trong đó 47% người trả lời (gồm 82 người) có kinh nghiệm làm việc từ 3-5 năm, 30% (gồm 52 người) có kinh nghiệm làm việc từ 5-10 năm, 10% (gồm 17 người) có kinh nghiệm làm việc dưới 3 năm và 13% (gồm 23 người) có kinh nghiệm từ 10 năm.

Bảng 3.20: Tỷ lệ nghề nghiệp của các chuyên gia

Nghề nghiệp	Tỷ lệ	Ghi chú
Chuyên viên/nhân viên công ty chứng khoán	23%	40 người
Chuyên viên/nhân viên Quỹ đầu tư	1%	2 người
Đang làm vị trí quản lý tại CTCK	40%	70 người
Đang làm vị trí quản lý tại QĐT	8%	14 người
Chuyên viên/nhân viên tại SGD CK	10%	17 người

Đang làm vị trí quản lý tại SGD CK	8%	12 người ở SGDCK TPHCM và 2 người ở SGD CK Hà Nội
Khác	10%	Giảng viên giảng dạy TTCK, chuyên gia độc lập... gồm 17 người

Nguồn: Tính toán từ số liệu điều tra

3.2.1.2. Mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển thị trường chứng khoán dưới sự đánh giá của những người khảo sát và phỏng vấn hoạt động trên TTCK

Khi khảo sát mối quan hệ giữa sự phát triển TTCK và tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam thì những người khảo sát cho rằng có mối quan hệ giữa hai biến số này và cho rằng đó là mối quan hệ hai chiều có 125 người tán thành ý kiến này (chiếm 73%) nghĩa là TTCK Việt Nam sẽ tác động đến phát triển kinh tế và ngược lại phát triển kinh tế tốt cũng góp phần làm cho TTCK phát triển. Đa số những người phỏng vấn đều cho rằng mối quan hệ này xuất phát từ kênh huy động vốn từ TTCK bơm vào các doanh nghiệp hoạt động tốt hơn, đóng góp cho nền kinh tế. Khi tăng trưởng kinh tế tốt, doanh nghiệp mở rộng qui mô, các dự án gia tăng, hiệu quả kinh doanh tốt, giá trị thị trường và cổ phiếu cũng gia tăng theo. Ngoài ra, có 36 người cho rằng đây là mối quan hệ thuận chiều, có 5 người cho rằng đây là mối quan hệ nghịch chiều tức TTCK sẽ kìm hãm tăng trưởng kinh tế. Mặt khác, có 8 người cho rằng không tồn tại mối quan hệ giữa hai biến số quan trọng này (chiếm 5%). Như vậy đa phần các kết luận đều nghiên về hướng tồn tại mối quan hệ hai chiều hoặc thuận chiều giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK. Kết quả khảo sát được liệt kê cụ thể như sau:

Bảng 3.21: Kết quả khảo sát về mối quan hệ sự phát triển TTCK và phát triển kinh tế

Mối quan hệ	Số câu trả lời	Tỷ lệ
Hai chiều: TTCK tác động đến tăng trưởng kinh tế và ngược lại tăng trưởng kinh tế tốt cũng góp phần làm cho TTCK phát triển	125	73%
Thuận chiều: TTCK sẽ hỗ trợ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế	36	20%
Nghịch chiều: TTCK sẽ kìm hãm tăng trưởng kinh tế	5	3%
Không có mối quan hệ	8	5%

Nguồn: Tính toán từ số liệu điều tra

Thứ nhất, xét về mối quan hệ hai chiều với tỷ lệ đồng ý gồm 125 người (chiếm 73%), những người được khảo sát cho rằng TTCK phát triển sẽ thúc đẩy kinh tế phát triển bằng cách phân phối hiệu quả các nguồn lực tài chính. Hơn nữa, sự mở rộng của nền kinh tế sẽ khuyến khích hệ thống ngân hàng, tổ chức tài chính trung gian, và các CTCK phát triển. Ngoài ra, các chuyên gia nhận định rằng trên thị trường có hai loại chi phí là chi phí giao dịch và thông tin, nhờ TTCK và các tổ chức tài chính trung gian sẽ thực hiện các chức năng tài chính như luân chuyển các khoản tiết kiệm để đầu tư, phân phối các nguồn lực một cách có hiệu quả, quản trị rủi ro, kinh doanh các loại hàng hoá dễ dàng... Từ các chức năng này sẽ góp phần thúc đẩy kinh tế phát triển.

Thứ hai, xét về mối quan hệ thuận chiều, có 36 người (chiếm 20%) cho rằng TTCK sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Những nhà đầu tư cá nhân đóng góp vốn vào những tập đoàn lớn, những người cần mượn vốn cố gắng không ngừng để quản lý doanh nghiệp có hiệu quả hơn. Nếu họ không quản lý một cách có hiệu quả, theo qui luật của thị trường tự do, một hãng khác sẽ tiếp quản công ty. Trong nền kinh tế thị trường, quan hệ giữa lợi nhuận và hiệu quả của các hãng đóng góp vào nền kinh tế là khá rõ ràng. Đồng thời, TTCK cũng giúp đa dạng hoá rủi ro do vốn tự có của chủ sở hữu dễ dàng được mua bán, chuyển nhượng, TTCK cung cấp số lượng và chất lượng của những công cuộc đầu tư với chi phí thấp. Trong hầu hết nền kinh tế, các hoạt động

của TTCK đóng vai trò là chất xúc tác quan trọng cho việc phát triển của các hoạt động kinh tế. Ngoài ra, những người khảo sát cũng cho rằng Sở giao dịch chứng khoán từ khi ra đời là những người quản lý thị trường; điều tiết hoạt động mua bán, tính thanh khoản, và kích cỡ thị trường bằng những chính sách của mình sao cho có lợi cho nền kinh tế. Cụ thể các ý kiến chi tiết được liệt kê như sau:

Một là, sự hoạt động của nền kinh tế dựa trên nhiều yếu tố trong đó đóng vai trò chủ đạo là vốn, có rất nhiều hình thức để huy động nguồn vốn cần thiết trong đó có TTCK bởi vì hiệu quả hơn, nhanh hơn, tiết kiệm hơn cũng như giúp tăng cường vị thế của công ty trong dài hạn nếu vốn đầu tư sinh lợi tốt. TTCK là một kênh huy động vốn hiệu quả và dài hạn cho doanh nghiệp hoạt động theo cơ chế thị trường, bên cạnh các nguồn vốn của các tổ chức và cá nhân trong nước, còn có các nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài từ các nhà đầu tư và các đối tác chiến lược có yếu tố nước ngoài. Qua đó nền kinh tế cũng phát triển và mở rộng thị trường. Ngược lại, khi nền kinh tế phát triển, doanh nghiệp mở rộng quy mô, đảm bảo kết quả kinh doanh tốt, gia tăng tốc độ tăng trưởng.

Hai là, TTCK hoạt động sôi động sẽ thể hiện mức hoạt động của doanh nghiệp gia tăng làm nền tảng cho sự phát triển kinh tế quốc gia. Ngược lại, khi tình hình kinh tế trong nước gặp khó khăn, dòng vốn đổ vào TTCK sẽ giảm sút. Đặc biệt đối với những thị trường lệ thuộc vào dòng vốn ngoại, khi nền kinh tế trong nước suy giảm, cộng với điều hành kinh tế vĩ mô không hiệu quả, NĐT nước ngoài có xu hướng ồ ạt rút vốn khỏi TTCK khiến cho các chỉ số chứng khoán cũng sụt giảm theo.

Ba là, nếu một TTCK được đánh giá thanh khoản cao trên cơ sở các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả và bền vững, cổ tức chi trả cao hoặc các yếu tố hấp dẫn khác đối với quyền lợi của nhà đầu tư...sẽ thu hút đầu tư mạnh mẽ, các doanh nghiệp sẽ dễ dàng tiếp cận các nguồn vốn, mở rộng qui mô sản xuất kinh doanh, hoặc thực hiện các dự án của họ. Từ đó, giá cổ phiếu của các công ty này sẽ tăng, làm TTCK phát triển. Đó là mối quan hệ cơ bản của TTCK và tăng trưởng kinh tế.

Bốn là, TTCK sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bởi khi thị trường vốn phát triển, các doanh nghiệp hoạt động tích cực hơn, FDI gia tăng, làm kinh tế phát triển. TTCK sẽ tác động gián tiếp vào GDP bởi còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác như cung cầu thị

trường, tâm lý nhà đầu tư. Trong ngắn hạn phụ thuộc vào cung cầu, triển vọng phát triển của doanh nghiệp, tỷ trọng các ngành nghề trong nền kinh tế, tâm lý NĐT, dòng tiền như tăng trưởng tín dụng, dòng tiền của nước ngoài đổ vào thị trường Việt Nam.

Năm là, khi tăng GDP mặt khác số lượng doanh nghiệp trong nền kinh tế gia tăng, doanh nghiệp càng nhiều sẽ tạo công ăn việc làm, nhu cầu huy động vốn càng nhiều. TTCK là một thành tố của GDP, tạo ra nhiều việc làm cho nền kinh tế.

Sáu là, từ trước đến nay TTCK được xem là một chỉ báo hiệu quả của nền kinh tế. Biến động của TTCK thường đi trước biến động của nền kinh tế. Khi TTCK phát triển, huy động được nhiều vốn nhàn rỗi cho các doanh nghiệp mở rộng sản xuất kinh doanh và phát triển sẽ thúc đẩy phát triển kinh tế. Ngược lại, khi nền kinh tế tăng trưởng, số vốn nhàn rỗi trong xã hội tăng lên, chảy vào TTCK, khiến cho thị trường phát triển theo.

Bảy là, trong thị trường cạnh tranh hoàn hảo, TTCK đã phản ánh sự tăng trưởng và phát triển của nền kinh tế. Kinh tế tăng trưởng thì TTCK cũng tăng theo. Trong thị trường hiện tại thì mọi biến cố xảy ra với xác suất rất nhỏ ảnh hưởng rất lớn đến thị trường đều ảnh hưởng đến nền kinh tế và phản ánh rõ nhất trên TTCK. Các biến cố xảy ra (không kể là chính trị, văn hóa, xã hội hay nội bộ công ty) đều ảnh hưởng đến nền kinh tế, từng ngành cụ thể khiến NĐT mất niềm tin, từ đó hiệu ứng sẽ được phản ánh lên sự tăng lên hay sự giảm của TTCK. Đây có thể xem là chiều ảnh hưởng ngược lại từ TTCK đến tăng trưởng kinh tế, cũng nên lưu ý rằng các biến cố kiểu này xảy ra với xác suất rất thấp, thậm chí dường như bằng không, tuy nhiên hậu quả thì thật khó lường hóa. Còn lại, với tình hình thị trường bình thường, tăng trưởng kinh tế làm TTCK hưng phấn phát triển tốt sau với một độ trễ nhất định về thời gian.

Thứ ba, xét về tác động nghịch chiều có khoảng 3% cho rằng TTCK sẽ kìm hãm tăng trưởng kinh tế, các chuyên gia nhận định ở Việt Nam thu nhập trung bình quốc dân còn thấp, các công ty niêm yết thường có qui mô nhỏ lẻ, thị trường hình thành còn non trẻ và đang trong giai đoạn phát triển. Khi thị trường với mức độ đầu cơ cao, thị trường bị hiện tượng bong bóng, các giai đoạn phát triển không ổn định của thị trường có thể sẽ làm chậm sự phát triển kinh tế. Do đó tác động nghịch chiều phụ thuộc vào các giai đoạn phát triển khác nhau chẳng hạn năm 2007 và giai đoạn sau đó cổ phiếu

phát triển và bị hiện tượng bong bóng, luồng tiền được bơm mạnh vào thị trường tiêu dùng từ thị trường tài chính, mức tiêu dùng ảo tăng lên bởi việc nhập khẩu nhiều hơn, tiêu dùng nhiều hơn, tạo ảo giác đầu tư. Hơn nữa khó khăn do nền kinh tế với xuất phát điểm thấp, chưa có chứng khoán phái sinh, luật pháp về TTCK chưa hoàn thiện. Khối ngoại về dài hạn sẽ đóng góp với tốc độ tăng khá cao, dòng vốn ổn định trong 10 năm, và năm 2007 đạt đỉnh cao, mỗi năm dựa vào tiềm năng của thị trường có thể thu hút khoảng 1-2 tỷ USD vào TTCK Việt Nam nhưng hiện tại hiện tượng bong bóng còn khá phổ biến và không ổn định đối với tăng trưởng.

Thứ tư, có khoảng 8 người khảo sát (chiếm 5% ý kiến) cho rằng giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK không có mối quan hệ, một số rất ít các chuyên gia nhận định TTCK vận hành và phát triển theo những quy luật riêng của chính nó, đó như một sự tất yếu bất chấp nền kinh tế có phát triển hay không. Bản thân nền kinh tế chia thành một số lĩnh vực chủ đạo như nông nghiệp-lâm nghiệp-thủy sản, công nghiệp-xây dựng, dịch vụ. Vì thế có khi TTCK với số điểm của HNX-Index và VN-Index gia tăng nhưng tốc độ tăng trưởng vẫn duy trì không đổi hoặc suy giảm. Do đó không thể kết luận có mối quan hệ nào từ tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK. Cụ thể bao gồm các ý kiến: (i) Đầu cơ không tác động đến GDP, nguồn vốn không sử dụng hiệu quả. Tác động tiêu cực do xu hướng đầu cơ gia tăng (quỹ ETF và các quỹ mạo hiểm hay đầu tư ngắn hạn) nền kinh tế chưa ổn định có thể gây ảnh hưởng không tốt cho NĐT, người mà muốn đầu tư dài hạn trong 5-10 năm; (ii) Khó khăn nền kinh tế với tốc độ tăng trưởng chậm, hoạt động doanh nghiệp mờ nhạt, thị trường bị hiện tượng bong bóng, không đúng thực chất, TTCK làm thị trường liên ngành gặp khó khăn chẳng hạn như doanh nghiệp bất động sản gặp khó khăn, DNNN sống dựa vào đầu tư như tập đoàn dầu khí, Vinaconex...; (iii) Hiện tại TTCK Việt Nam vẫn còn non trẻ, luật chứng khoán chưa hoàn chỉnh, TTCK chưa thực sự đại diện cho nền kinh tế. Việc TTCK ảm đạm trong thời gian gần đây là do chạy theo số đông nhiều người vì họ nghĩ đây là kênh đầu tư khả thi nhất trong thời điểm hiện tại. Điều này không nói lên được Việt Nam đang tăng trưởng nhanh hơn khi nhìn vào tình trạng thị trường.

Thứ tư, đối với nội dung xác định vai trò quan trọng của sự phát triển TTCK đối với tăng trưởng kinh tế có kết quả như sau: (i) *Vai trò thứ nhất* là khi nhiều chuyên gia

đồng ý TTCK là kênh huy động vốn cho nền kinh tế (để đầu tư sản xuất kinh doanh cho các doanh nghiệp, và chi tiêu Chính phủ) , có 85 câu trả lời (chiếm 49%) cho rằng đây là vai trò quan trọng nhất); (ii) *Vai trò quan trọng thứ hai* là công cụ điều hoà vốn cho nền kinh tế (giữa các ngành, nguồn vốn từ nước ngoài vào trong nước) có 30 người tán thành (chiếm 17% ý kiến); (iii) *Vai trò quan trọng thứ ba* là bảo đảm tính thanh khoản cho số tiết kiệm phục vụ đầu tư dài hạn (người nắm giữ chứng khoán mua bán dễ dàng trên TTCK khi họ muốn) có 17 người đồng ý với quan điểm này (chiếm 10%); (iv) *Các vai trò quan trọng khác* lần lượt theo thứ tự như sau thúc đẩy cổ phần hoá phát triển gồm có 19 người đồng ý (chiếm 11% ý kiến), thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế gồm có 12 người ủng hộ (chiếm 7% ý kiến), thúc đẩy các doanh nghiệp hoạt động tốt hơn có 7 người tán thành (chiếm 4% ý kiến), tạo môi trường giúp Chính phủ điều hành các chính sách vĩ mô có 2 người đồng ý (chiếm 1% ý kiến).

Thứ năm, đối với những ý kiến của các chuyên gia nhằm đưa ra nhận xét về thực trạng hoạt động TTCK trong thời gian qua được thiết kế trong câu hỏi mở. Những người tham gia khảo sát đã đưa ra ý kiến, tác giả tổng hợp trong 5 nhóm ý kiến như sau:

Nhóm một đưa ra nhận xét về văn bản pháp luật liên quan: đa số đánh giá vừa thiếu, vừa yếu lại chưa rõ ràng, luật chứng khoán thiếu chặt chẽ và còn nhiều kẽ hở. Tính minh bạch của thị trường về các công ty niêm yết còn thấp. Luật lệ và các qui định vẫn chưa thực sự đáp ứng được nhu cầu của thị trường. Các qui định còn cứng nhắc khiến khó khăn khi phát triển và triển khai sản phẩm mới. Văn bản thủ tục hướng dẫn còn thiếu. Ngoài ra, tính minh bạch của thông tin trên thị trường chưa tốt. Nhiều chuyên gia gặp khó khăn trong hoạt động vì cách quản lý chồng chéo nhiều cửa nhiều khâu, nhiều thủ tục, luật chưa thống nhất, việc tiếp cận thông tin còn hạn chế. Do đó, các khuyến nghị được đưa ra ở tầm kinh tế vĩ mô, luật chứng khoán vẫn cần tiếp tục hoàn chỉnh. Cần có kênh truyền thông cho TTCK Việt Nam so với các thị trường trong khu vực ASEAN. Bên cạnh đó, chính sách của Chính phủ cần thúc đẩy sự phổ biến kiến thức cho người dân về chứng khoán hơn. Việc thu hút được vốn nhàn rỗi của người dân trong xã hội sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Nhóm hai đưa ra nhận xét về hệ thống thanh tra, giám sát thị trường nhìn chung còn yếu kém dễ dẫn đến việc cạnh tranh không lành mạnh giữa các công ty với nhau đặc biệt là loại bỏ những công ty không minh bạch cách thức làm việc quan liêu, hiệu quả thấp của cơ quan quản lý Nhà nước. Bên cạnh đó, cách kiểm soát TTCK chưa thực sự chặt chẽ. Cơ chế quản lý của Nhà nước chưa hợp lý, chưa hỗ trợ CTCK tháo gỡ khó khăn. Môi trường cạnh tranh chưa công bằng, còn nhiều lỗ hổng cho một số nhóm người có khả năng trục lợi. Khuyến nghị tập trung vào việc: (i) Cần loại bỏ những công ty làm ăn thiếu minh bạch, gian dối trên thị trường. Cơ chế quản lý cần nhất quán, minh bạch, để gia tăng lòng tin của NĐT, để TTCK không chỉ là kênh huy động vốn hiệu quả của các công ty lớn mà còn công ty nhỏ; (ii) Thị trường chưa minh bạch, lừa đảo, làm giá, quản lý công bố thông tin, cơ chế bảo vệ NĐT nhỏ lẻ chưa tốt. Nguồn vốn đầu tư vào thị trường chưa bền vững, rất nhiều NĐT đi vay ngân hàng để đóng cho các quỹ đầu tư đặc biệt là NĐT nhỏ lẻ, kiến thức còn hạn chế. Còn NĐT có tổ chức đặc biệt các Quỹ đầu cơ gây nên tình trạng làm giá, bong bóng dễ sụp đổ, không tạo nền tảng vững chắc cho TTCK phát triển.

Nhóm ba đưa ra nhận xét về sản phẩm trên TTCK còn nghèo nàn, giới hạn, chưa có nhiều sản phẩm phái sinh để giảm thiểu rủi ro, tăng tính đa dạng khi đầu tư vào thị trường. Các sản phẩm theo qui định không theo kịp nhu cầu thị trường.

Nhóm bốn đưa ra nhận xét ngày T kéo dài làm giảm thanh khoản thị trường, giảm sức hấp dẫn và số tiền đầu tư vào thị trường.

Nhóm năm đưa ra nhận xét nền kinh tế vẫn chưa ổn định, còn nhiều chính sách đưa ra nhưng chưa áp dụng được nhiều vào thực tế nên kết quả không mang lại nhiều. Kiến thức nhà đầu tư Việt Nam còn hạn chế, đầu tư chứng khoán như đánh bạc hay đầu cơ lướt sóng góp phần tạo ra sự bất ổn của thị trường. Quy mô nhà đầu tư tham gia còn nhỏ, chưa thực sự chuyên nghiệp và độ mở của thị trường còn kém. Thêm vào đó, khủng hoảng kinh tế và hậu khủng hoảng dẫn đến khó khăn cho TTCK nói chung và các công ty chứng khoán nói riêng, các công ty chứng khoán bắt buộc giảm nhân sự. Điều này ảnh hưởng đến tâm lý nhân viên và những người quản lý, chuyên gia làm việc trong lĩnh vực chứng khoán.

Thứ sáu, qua kết quả khảo sát và đánh giá thực trạng hoạt động, dựa trên một số hành động cụ thể cần thực hiện trong thời gian tới để việc tái cấu trúc thành công cần ưu tiên thực hiện trước tiên các giải pháp được liệt kê chi tiết như sau:

Một là, có 35 người có ý kiến cho rằng nên hợp nhất các Sở GDCK, không nên có hai SGDCK (chiếm 20%), một Sở Giao Dịch nên phụ trách hoạt động của cổ phiếu, Sở còn lại phụ trách hoạt động trái phiếu, tín phiếu hoặc chứng khoán phái sinh. Phương án hợp nhất hai Sở phải cân nhắc và tham khảo các mô hình của nước ngoài. Thời gian cho việc tái cấu trúc mô hình thị trường phải trong 2-3 năm mới hoàn tất.

Hai là, có 30 người khảo sát tán thành ý kiến cho rằng cần cải tiến hệ thống thanh khoản và thanh toán tiền giao dịch như thanh toán giao dịch trái phiếu cho NHNN VN, cho phép nhà đầu tư được bán chứng khoán vào ngày T+2...

Ba là, có 28 người cho rằng cần phát triển hệ thống cơ sở nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp: Quỹ đầu tư dạng mở, Quỹ đầu tư bất động sản, Công ty đầu tư chứng khoán đại chúng, sản phẩm bảo hiểm liên kết đầu tư, Quỹ hưu trí tự nguyện...

Bốn là, có 26 người khảo sát có ý kiến cho rằng cần tái cấu trúc hàng hoá trên TTCK: gắn với qui định về tăng qui mô vốn, tính đại chúng, chỉ tiêu tài chính tốt, phát hành trái phiếu chính phủ theo lô lớn, tập trung giao dịch trái phiếu, tín phiếu về một đầu mối là SGDCK Hà Nội. Tái cấu trúc lô lớn trái phiếu và phát triển thị trường trái phiếu công ty, bằng cách tái cơ cấu hàng hóa trên cơ sở hoán đổi trái phiếu. tạo số lượng cao cho từng mã trái phiếu để nâng cao tính thanh khoản; phát hành trái phiếu Chính phủ theo mã có quy mô lớn...

Năm là, có 24 ý kiến cho rằng cần tiếp tục thực hiện chính sách ổn định kinh tế vĩ mô nhằm kiềm chế lạm phát, giảm lãi suất, đảm bảo cung ứng tiền tệ cho nền kinh tế. Cần tạo lập một nền tảng vĩ mô vững chắc như tăng hiệu quả đầu tư, giảm tham nhũng, chính sách kinh tế đúng đắn hơn, tránh bẫy thu nhập trung bình, tái cấu trúc TTCK. Ngoài ra, tăng cường thu hút NĐT dài hạn để thị trường phát triển theo hướng bền vững, thực hiện thành công đề án tái cấu trúc, sát nhập hai Sở Giao dịch để chuyên môn hóa hoạt động, nâng tiêu chuẩn các CTCP muốn niêm yết ở hai Sở giao dịch, nâng qui mô về vốn (HSX lên 200 tỷ và HNX lên 50 tỷ).

Sáu là, có 21 ý kiến cho rằng cần phát triển các sản phẩm mới: chứng khoán phái sinh dựa trên chỉ số chứng khoán, chứng chỉ lưu ký toàn cầu (viết tắt là GDR-Global Depository Receipt).... Ngoài ra, tái cấu trúc các nhà đầu tư, các quỹ mở, tạo cơ chế thông tin cho nhà đầu tư, đưa vào kinh doanh các quỹ mở phát triển cơ sở nhà đầu tư tổ chức: quỹ tín thác bất động sản; quỹ hưu trí, quỹ đầu tư tín thác; bảo hiểm liên kết...Về giải pháp phát triển thị trường, quan trọng nhất là sự minh bạch hóa thị trường, phát triển các công cụ phái sinh. Đồng thời cần có giải pháp tiếp thị thị trường nhằm thúc đẩy sự kết nối liên thị trường. Về chính sách vĩ mô cần mở cửa NĐT nước ngoài, cam kết minh bạch hóa bằng những chính sách luật pháp và qui định.

Bảy là, có 14 ý kiến cho rằng cần tái cấu trúc CTCK, các Quỹ theo tiêu chí an toàn tài chính, năng lực quản trị rủi ro, áp dụng việc sát nhập hoặc giải thể khi không đủ năng lực hoạt động và tạo điều kiện các CTCK Việt Nam niêm yết ở nước ngoài để huy động vốn. Đưa thị trường gần hơn với các tiêu chuẩn và hội nhập quốc tế, tăng cường việc quản trị rủi ro cho NĐT, tăng số lượng NĐT tổ chức như các quỹ đầu tư để gom lại và tăng chất lượng cho các thương vụ đầu tư. Nếu khả năng tích lũy vốn trong nền kinh tế gia tăng đối với quỹ hưu trí, bảo hiểm, quỹ tiết kiệm. Các NĐT tổ chức phát hành những chứng chỉ quỹ để thu hút vốn đầu tư nhàn rỗi trong dân cư vào chiến lược đầu tư chuyên nghiệp, giúp giảm rủi ro, tăng hiệu quả cho công cuộc đầu tư.

3.2.2. Kết quả khảo sát công ty phát hành chứng khoán

3.2.2.1. Vị trí nghề nghiệp của đối tượng được khảo sát:

Bảng 3.22. Tỷ lệ nghề nghiệp những người khảo sát của công ty phát hành chứng khoán

Vị trí nghề nghiệp	Số lượng	Tỉ lệ
Giám đốc/Phó giám đốc Công ty/Tổ chức	25	62%
Kế toán trưởng/Giám đốc tài chính	11	28%
Vị trí quản lý khác tại Công ty/Tổ chức	4	10%
Tổng số	40	100%

Nguồn: Kết quả khảo sát của tác giả

Vì tính chất bảo mật của các công ty nên những người khảo sát của các công ty phát hành chứng khoán mong được bỏ qua tên công ty. Một số công ty công khai tên bao gồm công ty cổ phần Xuất Nhập Khẩu Petrolimex (mã CP: PIT), công ty cổ phần

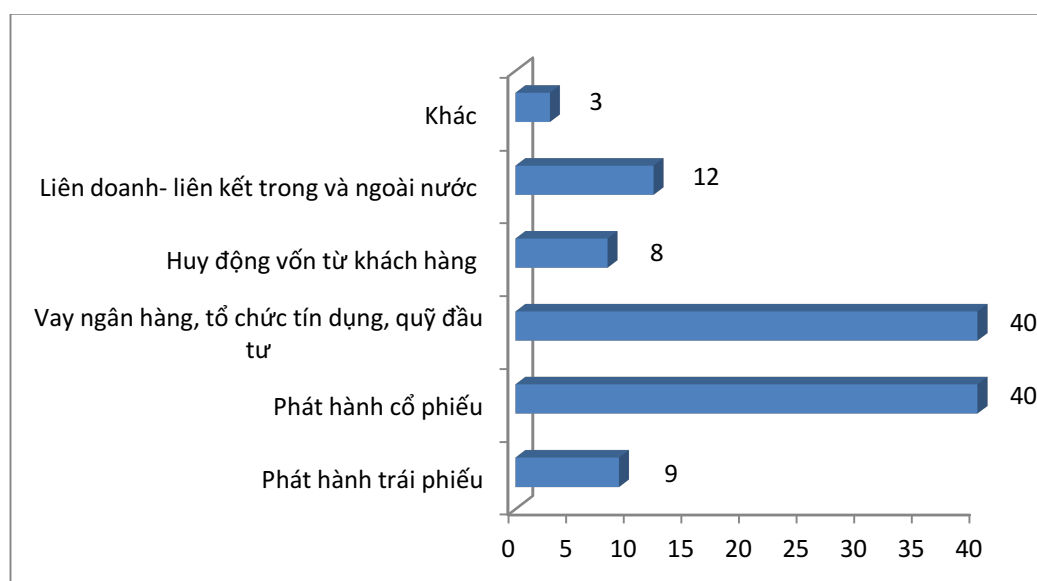
Cơ Điện Lạnh (mã CP: REE), công ty cổ phần Tập Đoàn Kỹ Nghệ Gỗ Trường Thành (mã CP:TTF), công ty cổ phần sản xuất kinh doanh-xuất nhập khẩu Dịch vụ và Đầu Tư Tân Bình (mã CP: TIX), ngân hàng Thương Mại cổ phần Ngoại Thương Việt Nam (mã CP: VCB), công ty cổ phần Dược Lâm Đồng Ladophar (mã CP:LDP), công ty cổ phần Xây Lắp Cơ Khí và Lương Thực Thực Phẩm (mã CP: MCF).

Đối tượng nghề nghiệp chính của những người được khảo sát là giám đốc công ty gồm 25 người (chiếm tỷ lệ 62%). Ngoài ra, còn có kế toán trưởng hay giám đốc tài chính gồm 11 người chiếm tỷ lệ 28% , các vị trí quản lý khác tại công ty như trưởng các phòng ban, phó giám đốc... gồm 4 người chiếm tỷ lệ 10% (bảng 3.22).

3.2.2.2. Các hình thức huy động vốn tại công ty/ tổ chức

a. Các hình thức huy động vốn tại công ty/ tổ chức

Các công ty phát hành được khảo sát đã sử dụng nhiều hình thức huy động vốn trong đó tất cả 40 công ty khảo sát đều phát hành cổ phiếu. Ngoài ra, tất cả các công ty hầu như đều vay từ ngân hàng, tổ chức tín dụng hoặc quỹ đầu tư, có 12 công ty (khoảng 30% các công ty) huy động nhờ việc liên doanh-liên kết trong và ngoài nước, có 9 công ty (chiếm tỷ lệ 22.5% các công ty) có phát hành trái phiếu, có 8 công ty (chiếm tỷ lệ 20% các công ty) huy động từ khách hàng như giữ tiền đặt cọc trước của khách hàng, khách hàng gửi tiết kiệm..., các hình thức khác chiếm 7.5% (tương đương 3 công ty) bao gồm huy động vốn từ các đối tác tin cậy và huy động từ cán bộ công nhân viên của công ty/tổ chức.



Nguồn: Kết quả khảo sát của Tác giả

Hình 3.8: Các hình thức huy động vốn của các công ty phát hành

b. Nguyên nhân dẫn đến việc lựa chọn hình thức huy động vốn này:

Theo các công ty phát hành, có nhiều nguyên nhân dẫn đến việc lựa chọn các hình thức huy động vốn. Cụ thể:

Thứ nhất, huy động vốn từ cổ đông nhờ vào việc phát hành cổ phiếu. Một số các công ty chuyên đầu tư sản xuất kinh doanh ví dụ sản phẩm sơn hay chuyên sản xuất chế biến nông sản. Nếu công ty không sử dụng vốn vay trung dài hạn từ ngân hàng mà sẽ dùng vốn từ việc phát hành cổ phiếu và thặng dư do cổ phiếu đem lại bởi vì lĩnh vực đầu tư cho sản xuất là chiến lược lâu dài, vốn sử dụng cho tài sản cố định nên có thể chiếm tỷ trọng cao. Huy động từ việc phát hành cổ phiếu giúp tránh rủi ro về vốn thấp nhất, bằng những dự án khả thi có khả năng thuyết phục các cổ đông nhiều hơn, hiệu quả nhanh và thủ tục đơn giản do đã phát hành nhiều lần. Ngoài ra, với hình thức huy động vốn này giúp tổ chức tăng vốn nhanh, không cần hoàn trả quỹ vốn thu được từ việc phát hành cổ phiếu. Với cổ phiếu thường, kinh doanh không thuận lợi, tổ chức không có nghĩa vụ chi trả cổ tức hoặc chỉ chi trả với cổ tức thấp, chi phí rẻ, huy động được từ nhiều cổ đông có năng lực khác nhau. Nếu TTCK diễn biến thuận lợi, công ty sẽ dễ dàng huy động vốn so với mục tiêu đã đề ra. Hình ảnh, thương hiệu của công ty sẽ được công chúng biết đến nhiều hơn, ảnh hưởng tích cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh.

Thứ hai, huy động do vay từ ngân hàng hoặc tổ chức tín dụng. Một số các công ty kinh doanh xuất nhập khẩu đặc biệt là xuất khẩu các mặt hàng nông sản như cao su, hồ tiêu, cà phê và các mặt hàng khác như thiếc, quặng...hay chuyên nhập khẩu các loại điện máy, kim loại, các công ty có dịch vụ ủy thác từ khách hàng. Những công ty này cần thời gian xoay vòng vốn ngắn khoảng từ 1 đến 2 tháng, nhu cầu sử dụng vốn không đều, có tính chất mùa vụ, khi cần sử dụng vốn nhiều, khi cần sử dụng ít hoặc không có nhu cầu. Vì vậy sử dụng kênh vay ngắn hạn từ ngân hàng là hiệu quả nhất. Đặc biệt đối với xuất khẩu nông sản, vay ngân hàng để được ưu đãi với lãi suất thấp và một số thủ tục vay dễ dàng, nhanh gọn với số lượng vốn huy động lớn. Tuy trên thực tế, đa số ngân hàng cần doanh nghiệp giải trình cụ thể, chờ đợi ngân hàng phê duyệt,

lãi suất thông thường được thả nổi, định kỳ rà soát để có sự thay đổi hợp lý. Với hình thức này dễ dàng so sánh, đối chiếu, tính toán được kết quả kinh doanh cụ thể, ít phải làm việc với cơ quan Nhà nước vì hiện nay có nhiều ngân hàng tư nhân, thương mại cổ phần hoạt động năng động, giải quyết hồ sơ rất nhanh, giải ngân nhanh giúp doanh nghiệp quản lý được chi phí tài chính. Một số công ty có doanh số xuất khẩu chiếm 70% trên tổng doanh thu sẽ có nguồn ngoại tệ thừa nên vay ngoại tệ với lãi suất thấp là điều kiện tốt nhất để giảm chi phí tài chính do lãi vay và chênh lệch tỉ giá. Một số công ty lớn trước đây do cổ phần hóa từ doanh nghiệp Nhà nước, là công ty lâu năm trực thuộc Bộ, Ban, Ngành chủ đạo của Nhà nước nên có mối quan hệ rất tốt với các ngân hàng quốc doanh và các ngân hàng thương mại lớn nên luôn được ưu tiên được vay để đầu tư và tái đầu tư. Tóm lại, đây là hình thức huy động vốn thông dụng nhất, công ty có thể chủ động được nguồn và số tiền cần huy động. Hơn nữa, với những can thiệp từ Chính phủ và ngân hàng Nhà nước trong thời gian gần đây, lãi suất ngân hàng tương đối hợp lý với doanh nghiệp. Đối với một số công ty sử dụng vốn vay từ ngân hàng đều cho rằng đây là các kênh huy động thường xuyên trên thị trường vì ngoài nguồn vốn tự có, việc vay ngân hàng sẽ tốn ít thủ tục, nhanh chóng so với các kênh huy động khác qua thị trường chứng khoán, sử dụng huy động vốn dài hạn qua thị trường khi có dự án đầu tư mới cần vốn đối ứng. Ngoài ra, việc sử dụng vốn huy động theo cách này không gây nhiều áp lực về cổ tức từ phía các cổ đông.

Thứ ba, huy động vốn từ việc liên kết, liên doanh với nước ngoài có ưu điểm là số lượng tiền huy động lớn tuy nhiên thủ tục phức tạp, cần nhiều thời gian đàm phán, lựa chọn đối tác. Có thể việc huy động gặp khó khăn do bên nước ngoài muốn toàn quyền kiểm soát công ty, yêu cầu sự minh bạch trong quản lý và thông tin. Tổ chức phải tái cấu trúc công ty nên nội bộ thường xuyên thay đổi, dễ dẫn đến việc thu tóm. Tuy nhiên, cũng có ưu điểm là do có yếu tố nước ngoài, qui trình và hệ thống kinh doanh chặt chẽ, kinh nghiệm quản lý cùng những công nghệ kinh doanh hiện đại được dễ dàng chuyển giao.

Thứ tư, huy động vốn do phát hành trái phiếu có thể doanh nghiệp phải trả trái tức cao hơn so với lãi suất đi vay, có 9 doanh nghiệp khảo sát chọn lựa hình thức này bởi vì doanh nghiệp được giải ngân ngay và toàn bộ vốn cần vay thay vì được giải

ngân từng đợt như nhiều hình thức khác, có thể có vốn ngay để nắm lấy cơ hội kinh doanh. Công ty có thể phát hành trái phiếu có kỳ hạn dài với lãi suất cố định nếu muốn tận dụng nguồn vốn với chi phí thấp hơn.

Thứ năm, huy động vốn từ khách hàng. Một số công ty, tổ chức do gắn chặt với hình thức kinh doanh truyền thống như ngân hàng và bảo hiểm nên huy động vốn chủ yếu do khách hàng gửi tiết kiệm, mua hợp đồng bảo hiểm, giữ tiền đặt cọc trước của khách hàng, giống như hình thức vay từ chính người dân. Đặc biệt đối với ngân hàng, tổ chức tín dụng thì hoạt động then chốt là huy động và cho vay, trong đó nghiệp vụ huy động vốn từ khách hàng là vấn đề quan trọng nhất thể hiện được uy tín, khẳng định thương hiệu, nên việc thu hút nhiều đối tượng khách hàng gửi tiền đóng vai trò quan trọng để có nguồn vốn với giá rẻ, dồi dào nhất, lại dễ huy động và có khả năng mang lại lợi nhuận cao, tận dụng được nguồn vốn nhàn rỗi từ các tổ chức hoặc cá nhân, đáp ứng kịp thời nhu cầu tài chính. Ngoài trái phiếu doanh nghiệp, một số công ty lựa chọn phát hành trái phiếu chuyển đổi với tỉ lệ chuyển đổi sang cổ phiếu được định trước để giải quyết nhu cầu vốn vì công ty muốn đa dạng hóa hình thức đầu tư cho cổ đông với lãi suất hợp lý, nếu giá chuyển đổi tốt sẽ có sức hấp dẫn với các NĐT, giúp doanh nghiệp chuyển được lượng chứng khoán nợ sang lượng chứng khoán vốn, tránh được áp lực thanh toán các loại trái phiếu khi đến hạn, doanh nghiệp có dòng tiền ổn định, nguồn lực dành cho sản xuất kinh doanh không bị ảnh hưởng, do đó kết quả kinh doanh khả quan hơn. Hình thức này đem lại cho doanh nghiệp và cổ đông nhiều lợi ích trong dài hạn.

Thứ sáu, các hình thức khác gồm 3 công ty (chiếm 7.5%) huy động nhờ việc sử dụng vốn tự có, mượn gia đình, bạn bè, huy động vốn từ đối tác tin cậy, mượn tạm thời hay huy động từ cán bộ công nhân viên. Dùng cho mục đích tạm thời thiếu hụt khi tiếp cận các cơ hội kinh doanh, chỉ dành cho việc khẩn cấp, không có kế hoạch kinh doanh rõ ràng. Việc huy động qua hình thức này nhanh chóng, số lượng vốn cần huy động thấp và không phải là hình thức được ưu tiên đối với các công ty khảo sát. Đối với việc huy động từ cán bộ công nhân viên rất khả thi, có thể giải quyết được nhu cầu vốn ngắn hạn và dài hạn. Hơn nữa, người lao động gắn chặt quyền lợi với công ty nên sẽ cố gắng hơn trong công việc.

Thông qua kết quả khảo sát, có thể thấy nhu cầu huy động vốn của các công ty là rất lớn để phục vụ cho các cơ hội và dự án kinh doanh đã, đang và sẽ triển khai trong thực tế.

3.2.2.3. Thực trạng huy động vốn qua TTCK của các công ty phát hành

a. Thực trạng huy động vốn qua TTCK của các công ty phát hành

Thứ nhất, khi đánh giá thực trạng huy động vốn hiện nay của các doanh nghiệp, khoảng 27 doanh nghiệp khảo sát cho rằng việc huy động vốn qua TTCK là khó khăn do có một số nguyên nhân khách quan và chủ quan, số còn lại 13 doanh nghiệp khảo sát cho rằng việc huy động là dễ dàng và khả thi.

Thứ hai, về điều kiện đủ tiêu chuẩn phát hành cổ phiếu/ trái phiếu có 34 doanh nghiệp khảo sát cho rằng các công ty đều tự tin đủ điều kiện, khoảng 6 công ty khảo sát cho rằng họ gặp khó khăn trong phát hành. Hầu như các công ty khi phát hành đều nhờ công ty tư vấn về phát hành làm sao cho hiệu quả.

Thứ ba, về thủ tục, qui định về huy động vốn qua TTCK có khoảng 16 công ty khảo sát cho rằng khá rườm rà và phức tạp. Số còn lại khoảng 24 công ty khảo sát cho rằng vì họ nhờ các công ty tư vấn bảo lãnh phát hành nên không gặp khó khăn trong vấn đề phát hành.

Thứ tư, về việc đánh giá hiệu quả đầu tư, có khoảng 33 công ty khảo sát cho rằng công ty hay tổ chức của mình nhận thấy hiệu quả đầu tư sau khi có lượng vốn huy động qua TTCK, 6 công ty khảo sát có ý kiến trung lập về vấn đề này, 5 công ty khảo sát cho rằng rất khó đo lường hiệu quả đầu tư do đặc điểm các dự án kinh doanh có thể kéo dài và liên quan nhiều hạng mục, nhiều nơi.

Thứ năm, về chi phí của việc huy động vốn cho rằng nếu đánh giá trong dài hạn, 23 công ty khảo sát không đồng ý về chi phí sẽ cao hơn qua việc so sánh với hình thức huy động tại ngân hàng vì lượng vốn huy động qua TTCK sẽ nhiều hơn, nếu công ty gia tăng được uy tín, dự án đem lại khả năng sinh lợi cao sẽ càng thu hút nhiều cổ đông góp vốn và khả năng mở rộng qui mô trong tương lai rất khả thi. Tuy nhiên, có 10 công ty khảo sát cho rằng về ngắn hạn, chi phí huy động có thể cao hơn, 8 công ty khảo sát có ý kiến trung lập về vấn đề này.

Thứ sáu, về mục đích huy động vốn, có khoảng 36 công ty khảo sát cho rằng họ có mục đích huy động vốn rõ ràng do kế hoạch kinh doanh dài hạn và trung hạn được vạch ra sẵn và đã hỏi ý kiến của các cổ đông, 3 công ty khảo sát có ý kiến trung lập bởi vì họ cho rằng đôi khi việc huy động chuẩn bị nguồn vốn trong tương lai và các tình huống kinh doanh bất ngờ phát sinh.

Thứ bảy, về đánh giá tính hiệu quả khi cho rằng TTCK là kênh huy động và kênh đầu tư hiệu quả, 25 công ty khảo sát đồng ý và hoàn toàn đồng ý với ý kiến này, họ sẽ tiếp tục huy động qua kênh này trong tương lai, 15 công ty khảo sát không đồng ý bởi vì việc đầu tư trong những năm gần đây liên tục phát sinh lỗ, kinh doanh khó khăn nên vốn huy động thường xuyên không đem lại hiệu quả cao. Họ vẫn hi vọng về kinh tế vĩ mô ổn định trở lại và ngành kinh doanh có triển vọng để tiếp tục mở rộng trong tương lai.

Theo ý kiến của các công ty phát hành đánh giá những khó khăn và thuận lợi khi huy động qua TTCK của công ty họ cụ thể như sau:

b. Đánh giá những khó khăn hiện nay khi huy động qua TTCK

Các doanh nghiệp đều cho rằng tình hình chung hiện nay về kinh tế vĩ mô và vi mô vẫn chưa tốt, giá cổ phiếu không ổn định, còn nhiều khó khăn, chưa thật sự thuận lợi và chứa nhiều bất ổn, rủi ro, nhiều công ty sợ thua lỗ do đầu ra không ổn định, khách hàng thường xuyên thay đổi đối tác có giá thấp hơn, nhiều khách hàng bị mất niềm tin vào thị trường, hoài nghi về hoạt động tốt của doanh nghiệp. Các công ty phát hành sẽ gặp khó khăn khi tính đến rủi ro tâm lý của những nhà đầu tư nhỏ lẻ, không thể phát hành nhiều lần. Ngoài ra, điều kiện và tiêu chuẩn niêm yết theo lộ trình thay đổi đòi hỏi doanh nghiệp cần năng động và tăng khả năng thích ứng với tình hình mới. Nhiều cổ đông muốn đầu cơ là chính nên họ thường không có chiến lược đầu tư dài hạn nên có thể gây áp lực cho ban quản trị hoặc thu tóm công ty, kênh huy động qua TTCK chưa thật sự hiệu quả do đó giá trị của cải làm ra chưa phản ánh được mặt tích cực cũng như giá trị thật của TTCK vì tình trạng bong bóng, thổi phồng, thông tin bất cân xứng do nhiều doanh nghiệp tạo ra làm NĐT mất niềm tin vào thị trường. Ở một số giai đoạn cụ thể, thị trường có tỷ suất sinh lời thấp, mức lợi nhuận do đầu tư cổ phiếu không cao nhưng độ biến động rất cao thể hiện dòng tiền đầu cơ cao, công ty

khó phát hành cổ phiếu để huy động vốn phục vụ SXKD mà thay vào đó là đầu cơ nhằm kì vọng mang lại lợi nhuận nhanh và nhiều. Hơn nữa, những quy định về mặt pháp lý là rào cản lớn cho việc đăng ký phát hành và phát hành bổ sung do không đủ điều kiện phát hành, thủ tục phát hành còn rườm rà như các quy định về hoạt động kinh doanh 1-2 năm liền kề phải có lãi, không có lỗ lũy kế, báo cáo tài chính minh bạch, được kiểm toán thường xuyên, tâm lý NĐT không ổn định do tâm lý đầu tư theo đám đông trên thị trường diễn ra thường xuyên dễ dẫn đến hàng loạt bị thua lỗ, tháo chạy, cơ chế cho phép doanh nghiệp được phát hành dưới mệnh giá vẫn chưa ban hành nên gây khó khăn cho các doanh nghiệp nhỏ muốn huy động vốn vì khó hấp dẫn NĐT. Một số công ty cần phát hành cổ phiếu riêng lẻ cho cổ đông chiến lược thì bị thời gian 2 lần phát hành phải cách nhau 6 tháng, nên có thể làm mất cơ hội thu hút vốn cho doanh nghiệp vì thời gian nộp tiền, sự thay đổi cổ đông chiến lược trên thực tế có thể diễn ra nhanh hơn so với dự kiến ban đầu do tổ chức kỳ vọng cao từ NĐT chiến lược. Ngoài ra, có một số công ty đã niêm yết nhưng chưa được nhiều người biết đến do chiến lược marketing, quảng bá công ty chưa tốt, phương án kinh doanh chưa khả thi và việc đánh giá hiệu quả đầu tư còn yếu kém, tỉ suất sinh lợi trên vốn đầu tư không cao. Các doanh nghiệp vừa trải qua thời gian khủng hoảng thì chỉ số tài chính không lý tưởng cho việc huy động thêm vốn do dòng tiền yếu, mục tiêu kinh doanh chưa rõ ràng nên gặp khó khăn khi huy động từ NĐT tư nhân hoặc nước ngoài. Một số công ty khác cho rằng thị giá cổ phiếu hiện khá thấp, chỉ cao hơn một ít so với mệnh giá tối thiểu (10.000 đồng/cổ phiếu). Khi huy động vốn bằng việc phát hành thêm cổ phiếu, công ty phải chào bán cổ phiếu mới phát hành với giá không thấp hơn mệnh giá, nên ít nhà đầu tư tham gia đấu thầu. Hơn nữa, thời gian trình duyệt hồ sơ lên UBCKNN là khá lâu, trong khi họ muốn cần vốn nhanh để đáp ứng nhu cầu đầu tư.

c. Những thuận lợi các công ty có được khi huy động vốn qua TTCK:

Công ty có nhiều hơn cơ hội kinh doanh, giúp công ty chủ động hơn trong việc mượn nguồn vốn từ bên ngoài để mở rộng thị trường, nâng cao vị thế cho doanh nghiệp. Có sự giúp đỡ của các công ty tư vấn, bảo lãnh phát hành nên thủ tục đơn giản, nhanh chóng. Một số công ty có thương hiệu quốc gia, có uy tín trong ngành, sản phẩm trọng điểm nên dễ dàng huy động vốn qua TTCK với lượng vốn lớn, chi phí

thấp, không yêu cầu tài sản cầm cố. Các sản phẩm của công ty mạnh, nhiều mối quan hệ quen biết khi huy động vốn qua TTCK, chiến lược kinh doanh dài hạn theo hướng phát triển bền vững. Chủ doanh nghiệp có năng lực, người lao động giỏi tay nghề, có phương án kinh doanh rõ ràng, có tổ chức bảo lãnh tư vấn có khả năng đạt được mục tiêu kinh doanh, lợi nhuận của công ty liên tục đảm bảo. Đối với lĩnh vực ngân hàng theo lộ trình Chính phủ đã khuyến khích các ngân hàng phải niêm yết trên TTCK nên cũng đã nói lỏng khá nhiều qui định để dễ tham gia và huy động vốn qua TTCK. Khi chuẩn bị tham gia TTCK, tổ chức có nội lực mạnh mẽ, đạt được sự đồng thuận của Hội đồng quản trị và các cấp quản lý, nhân viên hưởng ứng nhiệt tình, cổ phiếu vốn có tính thanh khoản tương đối tốt nên thu hút nhiều nguồn vốn đặc biệt là các NĐT nước ngoài. Việc huy động vốn qua TTCK thành công chứng tỏ các doanh nghiệp đã cố gắng minh bạch trong công bố thông tin, phương án huy động khả thi, giúp nhiều doanh nghiệp vượt qua khó khăn và nhanh chóng phục hồi trở lại trong thời gian ngắn, vì nhanh chóng có được vốn nên thương hiệu được quảng bá rộng rãi hơn. Thương hiệu tốt thể hiện qua chính sách hoạt động, lãnh đạo nắm bắt được tình hình, đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, kết quả hoạt động kinh doanh hằng năm đều khả quan và tăng trưởng tốt qua các năm. Việc đảm bảo thông tin của doanh nghiệp luôn minh bạch, rõ ràng, chính sách đầu tư tốt, việc quản lý rủi ro hiệu quả, đảm bảo tỷ suất lợi nhuận trên đồng vốn cao, mang lại nhiều lợi ích kinh tế cho khách hàng, luôn được quan tâm từ các Bộ, Ban, Ngành, Tổng công ty nên việc huy động vốn từ các công ty cổ phần vốn xuất thân từ các DNNN luôn gặp nhiều thuận lợi. Hơn nữa, TTCK sau thời gian dài đi xuống đã có những dấu hiệu phục hồi tương đối tốt giúp tạo dựng niềm tin cho doanh nghiệp trong việc triển khai các phương án phát hành.

3.2.2.4. Đề xuất các ý kiến nhằm tăng cường hiệu quả huy động vốn qua TTCK

a. Ý kiến đối với chính Công ty/tổ chức

Các công ty phát hành cho rằng để tăng cường hiệu quả huy động vốn qua TTCK, bản thân doanh nghiệp của họ cần thực hiện nhiều giải pháp phối hợp như sau: (i) Bán cổ phần rộng rãi ra công chúng để đủ điều kiện niêm yết trên TTCK; (ii) Chuẩn hóa hoạt động, thông tin hoạt động kinh doanh chính xác, kịp thời, minh bạch hóa tình hình tài chính và phương án sử dụng vốn cho NĐT; (iii) Triển khai thêm nhiều sản

phẩm huy động vốn nhằm đa dạng hóa kênh huy động; (iv) Hệ thống văn bản pháp lý và thủ tục, qui trình trong doanh nghiệp tiếp tục được đẩy mạnh, hoàn thiện theo hướng tiếp cận các thông lệ quốc tế và hỗ trợ tích cực cho quá trình tái cấu trúc công ty phù hợp tiêu chuẩn hoạt động mới; (v) Tiếp tục vay vốn tại các đối tác liên doanh/liên kết với nước ngoài/tổ chức tài chính/quỹ đầu tư, đẩy mạnh việc liên kết/đầu tư với những Công ty/doanh nghiệp có chuyên môn trong ngành xác định; (vi) Nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp như đẩy mạnh hoạt động kinh doanh hiệu quả để tạo niềm tin cho các nhà đầu tư khi muốn mua cổ phiếu, từng bước minh bạch các báo cáo tài chính, có kế hoạch kinh doanh rõ ràng, thông báo thông tin cho các cổ đông bởi vì muốn huy động vốn thông qua TTCK hiệu quả, hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty phải hiệu quả, lợi nhuận tăng trưởng qua các năm.... Có như vậy, mới thu hút được nhà đầu tư tham gia đấu thầu thành công; (vii) Truyền thông hiệu quả trong nội bộ doanh nghiệp và bên ngoài, sử dụng các chiến dịch marketing, quảng bá công ty trên các phương tiện thông tin đại chúng để thu hút thêm nhiều NĐT; (viii) Nhanh chóng hoàn tất khâu niêm yết trên TTCK cho các đợt phát hành bổ sung; (ix) Tìm cơ hội và mở rộng cho các dự án kinh doanh để tăng qui mô đồng thời tăng doanh thu cho công ty; (x) Quản trị hiệu quả vốn đầu tư bằng cách giảm thời gian xoay vòng vốn, tăng tỉ suất lợi nhuận trên vốn, tỉ số EPS, tăng tỉ suất lợi nhuận trên tài sản để đầu tư cho sản xuất và ngành hàng mới có khả năng sinh lời cao từ vốn phát hành cổ phiếu, trái phiếu. Đồng thời, lập nhóm chuyên gia tập trung cho kế hoạch tăng vốn và quản trị hiệu quả vốn đầu tư; (ix) Công ty cần làm tốt công tác quan hệ nhà đầu tư nhằm tạo tiền đề khi công ty có nhu cầu huy động vốn qua kênh TTCK.

b. Kiến nghị cơ quan quản lý Nhà nước (Bộ Tài Chính, Ủy Ban Chứng Khoán Nhà nước, Sở Giao Dịch Chứng Khoán.):

Các công ty phát hành được khảo sát cũng đưa nhiều kiến nghị đối với các cơ quan quản lý Nhà nước. Các kiến nghị cụ thể tập trung vào: (i) Chính sách Pháp Luật nên nhất quán, thông thoáng hơn và bám sát với tình hình thực tế của thị trường thông qua nhiều ngành nghề, nhằm tạo môi trường thuận lợi cho doanh nghiệp hoạt động, đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ cần có lộ trình tăng vốn điều lệ, ban đầu vẫn khuyến khích họ tham gia niêm yết trên UPCOM; (ii) Đồng thời tiếp tục đẩy mạnh cổ

phần hóa DNNN để đa dạng thêm các loại hàng hóa trên thị trường, tạo điều kiện quản trị hiệu quả hơn các DNNN; (ii) UBCKNN và SGDK nên có nhiều chính sách chế tài mạnh mẽ đối với các công ty chứng khoán có dấu hiệu vi phạm, tăng cường thanh tra, kiểm tra, giám sát tất cả các công ty chứng khoán. Tạo hành lang pháp lý cho các sản phẩm chứng khoán phải sinh ra đời và hoạt động; (iii) Nhà nước nên có chính sách chế tài đối với các Công ty kiểm toán độc lập và tăng cường hoạt động cho Ban thanh tra kinh tế, nhằm răn đe và gắn kết trách nhiệm của các kiểm toán viên tại các công ty kiểm toán nhằm tránh trường hợp vị nể, quen biết nhau, không cung cấp thông tin một cách minh bạch làm ảnh hưởng tới các quyết định của NĐT đặc biệt là hiệu ứng bầy đàn, dây chuyền dễ dẫn đến suy thoái; (iv) Nhà nước nên nghiên cứu thêm nhiều chính sách cho NĐT nước ngoài, nhằm thu hút vốn đầu tư nước ngoài một cách hiệu quả nhất mà vẫn giữ được sự bền vững trong vấn đề huy động vốn trong nước thông qua các chương trình xúc tiến thương mại đặc biệt đối với các ngành như xăng, dầu. Thông qua các hoạt động liên kết, xúc tiến thương mại, UBCK Nhà nước và các sở GDCK cần tăng cường quảng bá về TTCK Việt Nam, tạo cơ hội cho tổ chức trong nước tiếp xúc với NĐT nước ngoài. UBCK và các Sở GDCK thường có mối quan hệ lớn với các định chế tài chính, các quỹ đầu tư lớn của nước ngoài, do đó cần thường xuyên tổ chức nhiều hội nghị-hội thảo kêu gọi đầu tư nước ngoài vào TTCK Việt Nam, NĐT ngoại có thể tham gia góp vốn qua các đợt phát hành tăng vốn của DN; (v) Chịu trách nhiệm giám sát tính minh bạch các công ty niêm yết, quy định pháp lý rõ ràng, bảo vệ công ty niêm yết và NĐT. Tính minh bạch còn được thể hiện trong việc thẩm định hồ sơ, có thể thông báo rõ ràng nguyên nhân không được phát hành, nhất là vào thời điểm nhiều công ty phát hành cùng một lúc hoặc trong khi thị trường đang đi xuống. Trên thực tế, có một số văn bản quy định không rõ ràng, không nói đến tình huống cụ thể hoặc có văn bản hướng dẫn chi tiết đính kèm, doanh nghiệp muốn hiểu sao thì hiểu dễ dẫn đến việc doanh nghiệp muốn huy động vốn qua TTCK đôi khi phải thực hiện theo kiểu “Xin-Cho” gây nhiều bất cập và không giải quyết tổng thể các trường hợp, chỉ giải quyết từng trường hợp riêng biệt. Vì thế, việc đơn giản hóa thủ tục, quy trình cấp giấy phép phát hành cho doanh nghiệp cũng như quy trình, hồ sơ cần được hướng dẫn chi tiết là thực sự cần thiết. Khi chính sách đã được ổn định, hành lang pháp lý thông

thoảng, cởi mở, khuyến khích thêm nhiều doanh nghiệp phát hành chứng khoán ra thị trường với những chính sách hỗ trợ như lãi suất ưu đãi, cung cấp thông tin về thị trường một cách minh bạch, đơn giản hóa các thủ tục, qui trình, hỗ trợ doanh nghiệp thuận lợi hơn trong huy động vốn để phát triển. Đồng thời, có thể tăng tính thanh khoản cho thị trường bằng cách giảm thời gian mua bán chứng khoán từ T+3 về T+1, phát triển thêm nhiều sản phẩm mới như cho phép mua bán khống chứng khoán ở một mức độ cần thiết và sử dụng các công cụ phái sinh; (vi) Đối với hoạt động thanh tra, giám sát, cần tăng cường việc kiểm tra, kiểm soát tình hình hoạt động của các công ty trên sàn chứng khoán, nâng cao công tác rà soát các báo cáo tài chính nhằm tạo tính minh bạch cho NĐT trên sàn chứng khoán, quản lý chặt hiện tượng mua bán gây lũng đoạn thị trường, tránh tình trạng đầu tư theo số đông, bầy đàn và ưu tiên NĐT tổ chức và NĐT lớn, cần có những chính sách để bảo vệ giá trị thật của cổ phiếu, tránh thổi phồng, làm giá quá mức. Nhiều DN chưa coi trọng nâng cao chất lượng quản trị DN do chưa nhận thức được tầm quan trọng cùng với những giá trị, lợi ích mà cổ đông mang lại. Những yêu cầu khắt khe về chất lượng quản trị DN được cải thiện theo chuẩn mực và thông lệ quốc tế là cần thiết để giúp TTCK Việt Nam phát triển. Vì vậy việc cải thiện chất lượng quản trị của các DN niêm yết là một trong những giải pháp gốc rễ nhằm đảm bảo cho TTCK phát triển lành mạnh, bền vững nhờ gia tăng tính minh bạch cho thị trường, tính thanh khoản cũng như chất lượng hàng hóa được cải thiện, gia tăng niềm tin trong giới đầu tư; (vii) Cơ quan quản lý Nhà nước cần tiếp tục cải thiện thủ tục hành chính, tiếp cận và ban hành các văn bản pháp luật theo hướng tiếp cận các tiêu chuẩn của các TTCK phát triển trên thế giới và khu vực như tại Mỹ, Nhật, Singapore, Malaysia... Mở cửa thị trường tài chính, tự do hóa thị trường rộng hơn nhằm thu hút nguồn vốn nhiều hơn.

c. Kiến nghị các bên liên quan khác:

Các bên liên quan khác bao gồm các Bộ/Ban, Ngành có liên quan như Bộ Tài Chính, Ban thanh tra, Thuế... Các kiến nghị cụ thể bao gồm: (i) Phải phối hợp đồng bộ và hợp tác chặt chẽ với nhau trong hoạt động và trong công tác thanh tra, giám sát mới đạt được hiệu quả cao; (ii). Truyền thông báo chí nên có nhiều bài viết mang tính chuyên môn về TTCK để phổ cập đến nhà đầu tư. Vì khi các nhà đầu tư thực sự hiểu

về TTCK thì họ sẽ thấy TTCK mang lại lợi nhuận rất lớn cho số tiền đầu tư của họ. Điều này giúp TTCK huy động vốn thuận lợi hơn rất nhiều, giúp cho xã hội có một bước phát triển vượt bậc.

3.3. ĐÁNH GIÁ MỐI QUAN HỆ GIỮA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ SỰ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.3.1. Đặc điểm của chuỗi dữ liệu thời gian

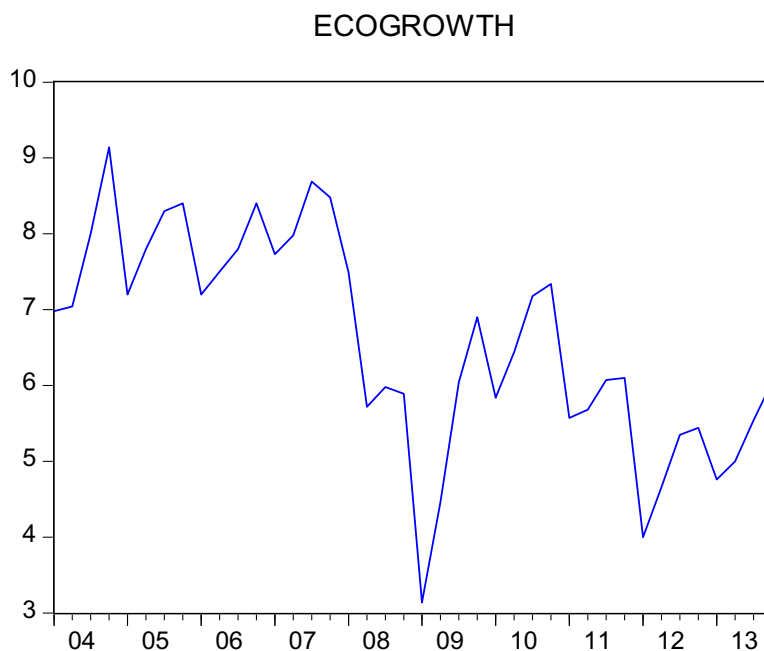
Bảng 3.23: Thông kê mô tả các biến nghiên cứu trong giai đoạn từ quý I năm 2004-quý IV năm 2013

Biến số	Mean	Maximum	Minimum	Độ lệch chuẩn
ECOGROWTH	6.58	9.14	3.14	1.41
INVGD	39.38	79.00	24.00	8.53
MOSUPPLYGDP	391.18	568.50	222.27	96.83
CPI	152.39	235.29	89.40	47.96
STOCKDEV	49.02	109.84	1.84	32.66
<i>Macap</i>	<i>82.08</i>	<i>177.73</i>	<i>1.75</i>	<i>54.19</i>
<i>Tradeva</i>	<i>15.96</i>	<i>53.77</i>	<i>1.94</i>	<i>13.93</i>

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của Tác giả

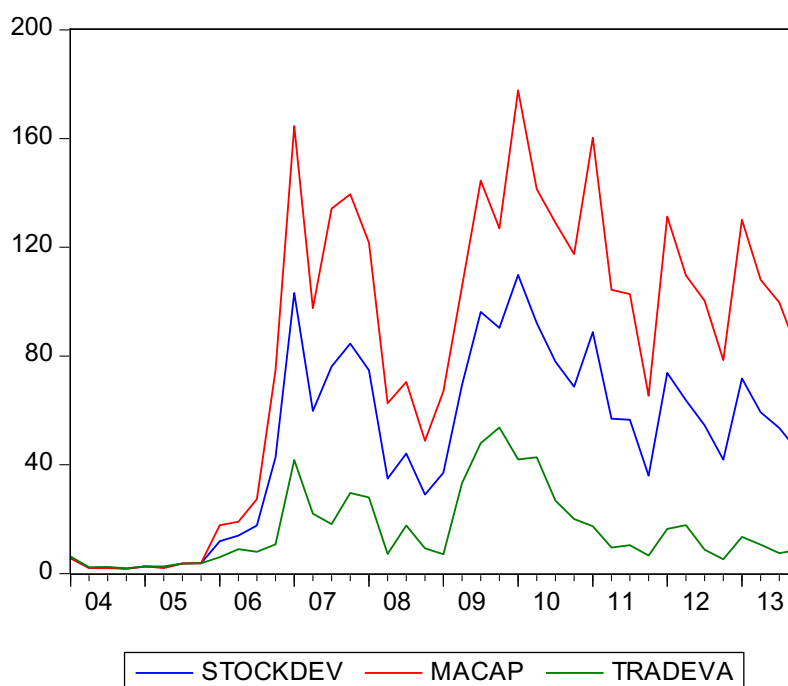
Nhìn vào bảng thống kê 3.23, các biến cho thấy chỉ có biến tăng trưởng kinh tế có sự biến thiên tương đối nhỏ, độ lệch tiêu chuẩn khoảng 1.41%. Các biến còn lại có tính biến thiên cao hơn, cao nhất là nguồn cung tiền trên GDP đạt 96.83%. Trung bình qua 40 quý quan sát từ quý 1 năm 2004 đến quý 4 năm 2013, tốc độ tăng trưởng kinh tế trung bình đạt 6.58%, tăng trưởng kinh tế đạt đỉnh điểm vào quý 4 năm 2004 với tốc độ 9.14%. Tốc độ trung bình cả năm đạt 7.7%. Sau đó ổn định và đạt tốc độ tăng trưởng tốt cho đến năm 2007. Tốc độ tăng trưởng cao đạt được do nhiều nguyên nhân, xét về đầu vào vốn đầu tư đạt khá, chính sách đầu tư và thương mại của Chính phủ

được cải thiện nhằm thu hút vốn đầu tư nước ngoài hỗ trợ hội nhập và tăng trưởng kinh tế. Tốc độ kinh tế giảm sâu vào quý 2 năm 2008 đến quý 2 năm 2010, trung bình trong giai đoạn này chỉ đạt 5.6% do ảnh hưởng khủng hoảng kinh tế - tài chính (*xem chi tiết tại phụ lục số 16*). Sau đó, có dấu hiệu phục hồi nhẹ sau đó do nỗ lực cải thiện chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ, ưu tiên xuất khẩu, kiểm chế lạm phát... Tuy nhiên các yêu cầu về chuyển đổi cơ cấu kinh tế để tăng trưởng, tái cấu trúc ngành để tăng năng suất lao động, chuyển đổi mô hình tăng trưởng theo chiều sâu vẫn là các yêu cầu cấp bách để kinh tế Việt Nam có thể phát triển theo hướng bền vững.



Nguồn: Dựa vào số liệu phụ lục 16, kết quả nghiên cứu của tác giả chạy ở Eview

Hình 3.9: Đồ thị thể hiện biến số tăng trưởng kinh tế (ECOGROWTH) từ quý 1 năm 2004 đến quý 4 năm 2013



Nguồn: Dựa vào số liệu phụ lục 16, kết quả nghiên cứu của tác giả chạy ở Eview

Hình 3.10: Đồ thị thể hiện biến số sự phát triển TTCK (STOCKDEV), biến vốn hóa thị trường trên GDP (MACAP), biến đo tính thanh khoản thị trường (TRADEVA) từ quý 1 năm 2004 đến quý 4 năm 2013

Đối với các biến TTCK biến thiên cao nhất là vốn hóa TTCK trên GDP để đo kích cỡ của thị trường. Vốn hóa thị trường trên GDP cao đỉnh điểm vào quý 1 năm 2010 chiếm khoảng 177.7%GDP. Đối với các quốc gia đang phát triển, theo các nghiên cứu trước quy mô vốn hóa thị trường trên GDP đạt khoảng từ 100% GDP trở lên là phù hợp [66]. Xét trung bình 40 quý quan sát, vốn hóa TTCK Việt Nam đạt khoảng 49.02% GDP. Như vậy qui mô vẫn còn nhỏ so với yêu cầu của nền kinh tế đặt ra là công cụ huy động vốn hỗ trợ cho nhu cầu phát triển của nền kinh tế. Tốc độ luân chuyển cổ phiếu đo tính thanh khoản và độ năng động của thị trường cũng khá tốt chiếm 41.95% trong giai đoạn này. Vốn hóa thị trường thấp nhất là quý 1 năm 2004 đến quý 4 năm 2005 trung bình chỉ chiếm 2.9% GDP, tính thanh khoản trong giai đoạn này cũng khá thấp khoảng 3.2% do thị trường mới hình thành, non trẻ, số lượng công ty, nhà đầu tư và cổ phiếu trên thị trường còn còn chưa nhiều. Qua 40 quý quan sát,

vốn hóa thị trường trung bình đạt 82.08% trên GDP, giá trị giao dịch đo độ năng động của thị trường trung bình đạt 15.96% so với GDP khi quan sát các quý từ quý 1 năm 2004 đến quý 4 năm 2013. Vì vậy biến đo lường sự phát triển của TTCK trung bình đạt 49.02% (*xem chi tiết tại phụ lục số 16*).

Qua 40 quý quan sát, biến tổng đầu tư trên GDP đạt trung bình 39.38% ở tất cả các khu vực. Vốn đầu tư ở Việt Nam chủ yếu từ 3 nguồn là khu vực nhà nước, nguồn vốn khu vực ngoài nhà nước và nguồn vốn đầu tư nước ngoài. Trong những năm gần đây, tỷ trọng nguồn vốn đầu tư có sự chuyển dịch trong đó tỷ trọng của khu vực nhà nước giảm xuống, nguồn vốn ngoài nhà nước và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài ngày càng gia tăng. Khu vực ngoài nhà nước hiện đạt tỷ trọng cao nhất trong 3 nguồn. Độ lệch chuẩn của vốn đầu tư trên GDP qua 40 quý quan sát đạt 8.53%. Ngoài ra, nguồn cung tiền trên GDP đạt 391.18%, lạm phát được đo qua chỉ số CPI trung bình đạt 152.39 %. Lạm phát là biểu hiện tăng lên quá mức của cung tiền (Milton Friedma, 1976). Như vậy, khi tốc độ tăng cung tiền quá cao do mục đích của Chính phủ và nhu cầu của nền kinh tế. Ngân hàng trung ương mở rộng cung tiền qua công cụ: tỷ lệ dự trữ bắt buộc, lãi suất cho vay chiết khấu, thị trường mở... Trong khi đó thì nhu cầu nền kinh tế rất đa dạng gồm chi tiêu chính phủ trong chính sách tài khóa, nhu cầu của doanh nghiệp nhằm mở rộng hoạt động kinh doanh, tác động của dòng vốn nước ngoài chảy vào thị trường. Như vậy cung tiền ở Việt Nam ở mức tăng cao là do tác động chính của chính sách điều hành vĩ mô, tác động của chính sách dòng vốn đầu tư.

3.3.2. Tính dừng của chuỗi dữ liệu

Với phương pháp ước lượng VECM, bước đầu tiên tác giả xem xét các biến số mô tả ở trên có tính dừng hay không. Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF) Unit root tests và Phillips-Perron được sử dụng để kiểm định tính dừng của các biến số.

Bảng 3.24. Kiểm định tính dừng ADF và Phillips-Perron

Biến số	ADF		Phillips-Perron		Giá trị tới hạn		
	Gốc	Sai phân bậc 1	Gốc	Sai phân bậc 1	1%	5%	10%

ECOGROWTH	-0.437 (0.891)	- 4.82*** (0.0005)	-2.10 (0.245)	-9.54*** (0.000)	-3.65	-2.96	-2.62
INVGD	0.887 (-1.232)	- 6.03*** (0.0001)	-1.98 (0.146)	-29.74*** (0.000)	-4.25	-3.55	-3.21
MOSUPPLYGD	-2.06 (0.549)	- 6.53*** (0.000)	-1.14 (0.227)	-23.78*** (0.000)	-4.24	-3.54	-3.21
CPI	-2.77 (0.216)	-3.43* (0.0619)	-1.99 (0.589)	-3.15** (0.031)	-4.22	-3.53	-3.20
STOCKDEV	-2.33 (0.411)	- 7.45*** (0.000)	-2.33 (0.411)	-7.56*** (0.000)	-4.21	-3.53	-3.19
<i>Macap</i>	-2.49 (0.330)	- 8.08*** (0.000)	-2.36 (0.393)	-8.18*** (0.000)	-4.21	-3.53	-3.20
<i>Tradeva</i>	-2.29 (0.428)	- 6.57*** (0.000)	-2.36 (0.394)	-6.57*** (0.000)	-4.21	-3.53	-3.19

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của Tác giả

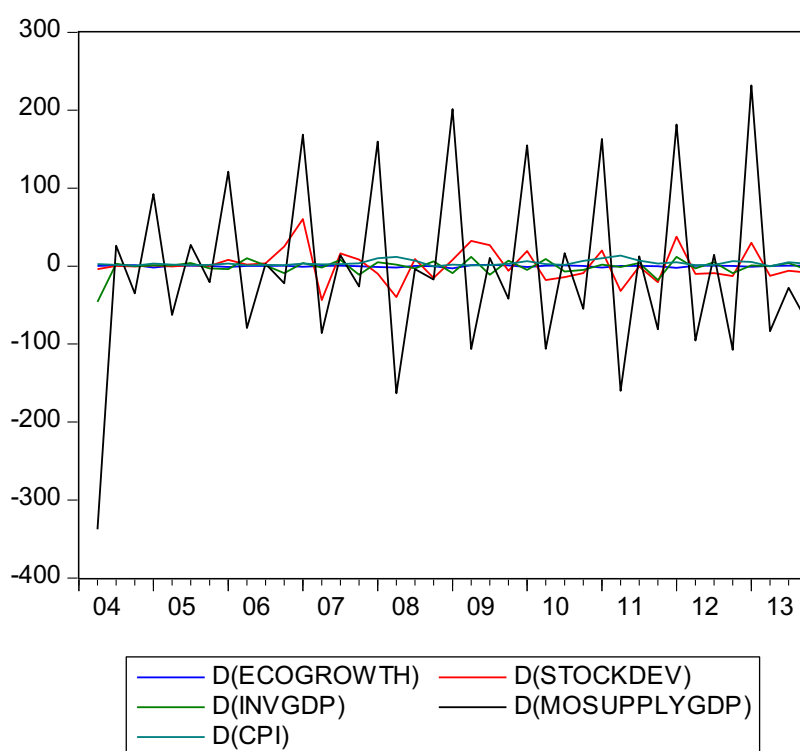
Ghi chú: Giá trị trong ngoặc đơn () là *p-value*. Bác bỏ giả thuyết H_0 nếu giá trị tuyệt đối của trị kiểm định thống kê lớn hơn giá trị tới hạn

(*), (**), (***) : có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, 1%

Trên nền tảng đặt giả thuyết H_0 : chuỗi biến nghiên cứu có nghiệm đơn vị (không dừng) và H_1 : chuỗi biến nghiên cứu không có nghiệm đơn vị (dừng). Nếu giá trị tuyệt

đôi của trị kiểm định thống kê lớn hơn giá trị tới hạn hoặc $p\text{-value} < \alpha$ với mức ý nghĩa $\alpha=5\%$ hoặc $\alpha=10\%$ hoặc $\alpha=1\%$. Khi xem xét đặc điểm của chuỗi dữ liệu chuỗi thời gian, sử dụng kiểm định nghiệm đơn vị ADF và Phillips-Perron(1988), tác giả nhận thấy các biến không dừng ở bậc gốc mà tất cả đều dừng ở sai phân bậc 1~ I(1).

Nhìn vào hình 3.11, cho thấy các biến nghiên cứu đã di chuyển cùng nhau, xoay quanh giá trị kỳ vọng trung bình. Đối với chuỗi dữ liệu thời gian, thật là cần thiết làm các biến dừng tránh hiện tượng “ hồi qui giả mạo”. Các biến di chuyển cùng nhau hướng đến điểm cân bằng trong mối quan hệ dài hạn. Kết quả hình 3.11 và bảng 3.24 cho thấy các biến đều dừng ở sai phân bậc 1.



Nguồn: Dựa vào số liệu phụ lục 16, kết quả chạy Eview của Tác giả

Hình 3.11: Đồ thị thể hiện các biến nghiên cứu dừng ở sai phân bậc 1

3.3.3. Đồng liên kết bằng kiểm định Johansen-Juselius

Bước tiếp theo là việc thực hiện kiểm định đồng liên kết Johansen nhằm xác định xem có tồn tại mối liên hệ cân bằng trong dài hạn giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK ở Việt Nam. Để thực hiện thủ tục kiểm định Johansen-Juselius, trước tiên tác giả cần xác định độ trễ tối ưu trong mô hình Vector Autoregression (VAR). Có rất

nhiều tiêu chí khác nhau được thiết kế để hỗ trợ cho việc lựa chọn bậc của một mô hình VAR. Lựa chọn của tác giả dựa trên tiêu chuẩn AIC (Akaike's information criterion), FPE (Final prediction error) và tiêu chuẩn HQ (Hannan-Quinn information criterion). Quá trình này dẫn đến việc chọn độ trễ bằng 2 cho dữ liệu bởi đa số các tiêu chuẩn cho thấy độ trễ tối ưu bằng 2 ngoại trừ tiêu chuẩn SC.

Bảng 3.25. Xác định độ trễ của mô hình dựa vào mô hình VAR

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	8.14e+08	34.70645	34.92864	34.78315
1	82.03160	2.04e+08	33.30635	34.63950	33.76655
2	58.68329*	22260551*	30.70624*	34.84635	31.96942*
3	55.98452	37819203	32.40223	34.29729*	33.24594
4	20.50353	90687062	30.74221	35.37229	32.31696

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của Tác giả

Sau khi chọn bậc 2 dựa vào mô hình Var, tác giả thực hiện kiểm định đồng liên kết bằng hai loại kiểm định được đề nghị theo Johansen-Juselius (1990): kiểm định trace và kiểm định maximum eigenvalue, với giả định: (1) cho phép xu hướng tuyến tính được xác định trong dữ liệu và (2) tồn tại chặn nhưng không xu hướng trong phương trình đồng liên kết và kiểm định VAR. Kết quả của các kiểm định Johansen được thể hiện trong *bảng 3.26*. Các kết quả của kiểm định đồng liên kết chỉ ra rằng giả thuyết có ít nhất một mối quan hệ đồng liên kết được chấp nhận, tức tồn tại đồng liên kết trong hệ thống mô hình tại độ trễ tối ưu bằng 2. Như vậy, tác giả có bằng chứng để kết luận rằng tồn tại mối quan hệ cân bằng trong dài hạn giữa tăng trưởng kinh tế, sự phát triển TTCK, đầu tư trên GDP, nguồn cung tiền M2 trên GDP và CPI.

Vào năm 1993, Cheung và Lai cho rằng kiểm định Trace thể hiện tính bất đối xứng (skewness) và mức độ tập trung cao (excess kurtosis) trong phân phối phần dư mạnh mẽ hơn so với kiểm định maximum eigenvalue. Ngoài ra, hai kiểm định Johansen mà

chúng ta thực hiện cho ra giá trị tiệm cận và kết luận thống kê dựa trên một mẫu giới hạn, nên kết luận cuối cùng có thể không hợp lý. Chúng thường cho ra kết quả bác bỏ giả thuyết H_0 : không tồn tại tính đồng liên kết. Do đó, để khắc phục hạn chế về kích cỡ mẫu, tác giả sử dụng thành phần điều chỉnh được đề xuất bởi Reinsel-Ahn (1992) về việc ước lượng giá trị thống kê Trace và Maximum Eigenvalue. Thành phần điều chỉnh được đề xuất là tích của giá trị thống kê ban đầu nhân với $(T-pk)/T$, với T : kích thước mẫu, p : số biến, và k : chiều dài độ trễ của mô hình VAR. Các kết quả kiểm định Johansen (bảng 3.26) cho thấy rằng giả thuyết H_0 bị bác bỏ ngay cả khi hạn chế về kích thước mẫu được khắc phục. Tóm lại, hai kiểm định Johansen đều cho kết quả giống nhau, do đó cung cấp bằng chứng để bác bỏ giả thuyết H_0 : không có vector đồng liên kết tại mức ý nghĩa 5% và chấp nhận giả thuyết H_1 có tồn tại một vector đồng liên kết trong mô hình.

Bảng 3.26. Kiểm định đồng liên kết Johansen-Juselius

Giả thuyết	Trace test			Prob.**	Maximum Eigenvalue test			Prob.**
	Eigen Value	Trace Statistic	0.05 Critical Value		Eigen Value	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	
H_0: Có nhiều nhất không quan hệ đồng liên kết	0.759	89.83	69.82	0.0006	0.76	52.71	33.88	0.0001
H_0: Có nhiều nhất một quan hệ đồng liên kết	0.43	37.12	47.86	0.34	0.427	20.58	27.58	0.3025

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của Tác giả

- (1) Giá trị thống kê Trace và giá trị thống kê λ -max được so sánh với giá trị tới hạn 5% theo Johansen và Juselius (1990).
- (2) Kiểm định Trace sau khi hiệu chỉnh cho thấy có 1 mối quan hệ đồng liên kết ở mức 5%. Tương tự, kiểm định Max-Eigen sau khi hiệu chỉnh cũng cho thấy có 1 mối quan hệ đồng liên kết ở mức 5%.
- (3) MacKinnon-Hang Michelis (1999): P-values

3.3.4. Mô hình vector hiệu chỉnh sai số (VECM)

Mô hình VECM được ước lượng với độ trễ là 2. Một số kiểm định như đa cộng tuyến, phân phối chuẩn, phương sai sai số thay đổi, hay tự tương quan đều thỏa mãn các điều kiện yêu cầu của mô hình kinh tế lượng (*chi tiết các kiểm định được trình bày trong phụ lục 1, 2, 3, 4*). Ngoài ra, với sự tồn tại vector đồng tích hợp thể hiện mối quan hệ cân bằng dài hạn giữa các biến trong mô hình được mô tả bởi phương trình sau:

Bảng 3.27: Phương trình đồng liên kết

ECOGROWTH	STOCKDEV	INVGD	MOSUPPLYGDP	CPI
1	-0.185192	-1.237189	-0.231996	-0.250690
	(0.03655)	(0.11963)	(0.02688)	(0.03210)
	[-5.06639]	[-10.3419]	[- 8.63206]	[-7.81087]

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của Tác giả

Ghi chú: Dấu hoa thị (***) đại diện cho các thống kê có ý nghĩa ở mức ý nghĩa 1%, với số trong ngoặc vuông [] đại diện cho thống kê t so sánh với giá trị tra bảng t bằng 2.76. Ngoài ra, số trong ngoặc () là sai số chuẩn (standard error). Phương trình được ghi nguyên gốc, chưa được đổi dấu.

Bởi vì phương trình VECM gốc có dạng:

$$Y_t = \alpha + \sum_{i=1}^{n-1} \delta_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{m-1} \mu_i \Delta X_{t-i} - \lambda e_{t-1}^{\wedge} + \varepsilon_t$$

λ Là hệ số điều chỉnh sai số thể hiện bao nhiêu sự điều chỉnh đến sự cân bằng xảy ra ở mỗi giai đoạn. Dấu trừ được thể hiện trước $\lambda e_{t-1}^{\wedge}$ cùng với dấu trừ được thể hiện trong bảng 3.27 nên khi viết phương trình đồng liên kết thể hiện mối quan hệ giữa tăng

trường kinh tế và các biến được chọn sẽ được viết, diễn dịch và được hiểu ngược dấu tức dấu dương.

Phương trình trên cho thấy, các biến chỉ số giá tiêu dùng (CPI), tổng đầu tư/GDP (INV GDP), nguồn cung tiền M2 trên GDP (MOSUPPLY), sự phát triển của thị trường chứng khoán (STOCKDEV) đều tác động dương lên tăng trưởng kinh tế (GDP) và các tác động này đều có ý nghĩa về mặt thống kê.

Theo kết quả của những nghiên cứu ở nước ngoài, tác giả nhận thấy kết luận phổ biến nhất các nhà nghiên cứu ở nước ngoài đều tìm được đã xác định là mối quan hệ đa chiều. Một số đã xác định đây là mối quan hệ thuận chiều giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK. Một số ít là nghịch chiều. Còn đa phần là hai chiều tác động qua lại. Một kết luận quan trọng khác, ở các thị trường tài chính đã phát triển lâu đời thường tồn tại mối quan hệ hai chiều rõ rệt. Nhưng ở nhóm các quốc gia đang phát triển, thị trường tài chính hình thành chưa lâu, thì đa phần đều xác định chỉ một chiều tác động. Theo kết quả của nghiên cứu định tính của luận án, đa phần những người làm trong nghề đều nhìn nhận ở Việt Nam đây là mối quan hệ hai chiều tức TTCK tác động đến tăng trưởng kinh tế và ngược lại tăng trưởng kinh tế tốt cũng góp phần làm cho TTCK phát triển (chiếm 73%); mối quan hệ thuận chiều chiếm 20%, mối quan hệ nghịch chiều chiếm 3% và không có mối quan hệ chiếm 5%.

Dựa theo kết quả của phân tích định lượng, trong sự kỳ vọng từ trước của mình, tác giả hi vọng sự phát triển của thị trường chứng khoán có tác động dương lên tăng trưởng kinh tế. Dựa vào kết quả kiểm định, hệ số hồi quy của sự phát triển của thị trường chứng khoán là dương và có ý nghĩa thống kê, nghĩa là khi sự phát triển của thị trường chứng khoán tăng sẽ làm cho tăng trưởng kinh tế tăng lên cụ thể là theo phương trình đồng tích hợp, 1% tăng lên của sự phát triển TTCK có thể làm tăng khoảng 0.185% tăng trưởng trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi. Kết quả nghiên cứu này cũng phù hợp với kết quả nghiên cứu của các Tác giả như Ross Levine và Zervos (1996), Aghion và Howitt (1998), Singh & Weiss (1998), Barro (1998), Griffin (1998), Beck, T. and R. Levine (2002), Agrawalla & Tuteja (2002), M. Imam Alam (2003), F'elix Fofana N'Zu' (2004), Boopen Seetanah, Rojid Sawkut, Vinesh Sannasee và Binesh Seetanah (2007) khi cho rằng sự phát triển TTCK tác động dương

tích cực lên tăng trưởng kinh tế. Cụ thể theo kết quả nghiên cứu của Boopen Seetanah, Rojid Sawkut, Vinesh Sannasee và Binesh Seetanah (2007) đã kết luận rằng trung bình cứ 1% tăng lên ở sự phát triển TTCK đóng góp 0,17% tăng lên trong GDP ở nhóm các quốc gia đang phát triển.

Bên cạnh đó, trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi 1% tăng lên trong INV GDP, MOSUPPLYGDP, CPI sẽ làm tăng trưởng kinh tế tăng lần lượt 1.24%; 0.232%; 0.250 %.

Trong mô hình VECM, chỉ cần một biến ở một độ trễ hoặc tất cả các biến ở các độ trễ có ý nghĩa thống kê, chúng ta có thể kết luận biến đó có thể giải thích cho biến phụ thuộc. Theo phương trình 1 về D(ECOGROWTH) và các biến độc lập, hệ số của thống kê t của biến D(ECOGROWTH(-1)) và biến D(ECOGROWTH(-2)) có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Kết quả này hàm ý với độ trễ 2 giai đoạn đã chứng tỏ D(ECOGROWTH) trong quá khứ có thể giải thích cho D(ECOGROWTH). Giải thích tương tự cho thấy sự phát triển TTCK, INV GDP, MOSUPPLYGDP, CPI đều ảnh hưởng đến D(ECOGROWTH).

Ngược lại, ở hàm sự phát triển TTCK D(STOCKDEV) bị ảnh hưởng bởi tác động của chính nó ở giai đoạn 1 có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, bởi INV GDP ở cả hai giai đoạn, bởi MOSUPPLYGDP ở giai đoạn 2 ở mức ý nghĩa 5%. Không đủ bằng chứng để kết luận D(ECOGROWTH), D(CPI) trong quá khứ có thể giải thích cho D(STOCKDEV).

Bảng 3.28: Kết quả chạy mô hình VECM

Mô hình	D(ECOGROWTH)	D(STOCKDEV)
Hệ số hiệu chỉnh sai số ECT	0.106591***	-1.199627*
	(0.02911)	(0.73218)
	[3.66151]	[-1.73844]
D(ECOGROWTH(-1))	-0.532200**	-0.648069
	(0.22817)	(5.73859)
	[-2.33252]	[-0.11293]
D(ECOGROWTH(-2))	-0.454472**	0.601250
	(0.19120)	(4.80880)

	[-2.37698]	[0.12503]
D(STOCKDEV(-1))	0.031729***	-0.034280**
	(0.01013)	(0.25482)
	[3.13172]	[-2.13453]
D(STOCKDEV(-2))	0.020524**	-0.273073
	(0.00874)	(0.21971)
	[2.34950]	[-1.24290]
D(INVGDP(-1))	0.101950***	-2.200884***
	(0.02964)	(0.74546)
	[3.43967]	[-2.95238]
D(INVGDP(-2))	0.051254***	-0.899820*
	(0.01813)	(0.45590)
	[2.82760]	[-1.97374]
D(MOSUPPLYGDP(-1))	-0.021324***	0.087639
	(0.00590)	(0.14839)
	[-3.61431]	[0.59061]
D(MOSUPPLYGDP(-2))	-0.012178***	0.125233*
	(0.00284)	(0.07148)
	[-4.28490]	[1.75199]
D(CPI(-1))	-0.044217***	0.192479
	(0.04945)	(1.24376)
	[-2.89415]	[0.15476]
D(CPI(-2))	-0.014749	-0.874277
	(0.04928)	(1.23956)
	[-0.29927]	[-0.70531]

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc đơn [] là thống kê t. Bác bỏ giả thuyết H0 nếu trị kiểm định thống kê lớn hơn giá trị tới hạn lần lượt 1%, 5%, 10% là 2,756; 2,045; 1,699.

(*), (**), (***) : có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, 1%.

Ngoài ra, hệ số điều chỉnh sai số ECT của mô hình VECM đã chứng tỏ khoảng 0.1066 % sự mất cân bằng của tăng trưởng kinh tế của Việt Nam ở quý trước sẽ được điều chỉnh ở quý tiếp theo (tuy vậy sự điều chỉnh này không đáng kể). Giá trị ECT nhỏ cho thấy sự điều chỉnh mất cân bằng diễn ra rất chậm chạp, nếu có một cú sốc nào đó thì sự mất cân bằng sẽ kéo dài và khó tự hồi phục. Giả định khi có một sự mất cân bằng dương ở quý trước ($e_{t-1} > 0$, tức giá trị thực tế lớn hơn giá trị cân bằng dài hạn; ECT (Error Correction Coefficient/Term) = +0.1066 chỉ ra rằng Δ (ECOGROWTH) sẽ tăng ở quý tiếp theo (tức là ECOGROWTH_t tăng hay Δ ECOGROWTH dương); trong khi đó ECT của phương trình còn lại sự phát triển TTCK mang dấu âm (= -1.199) thể hiện khoảng 1.199% sự mất cân bằng của sự phát triển TTCK ở quý trước sẽ được điều chỉnh ở quý tiếp theo tuy nhiên sự điều chỉnh này cũng khá nhỏ, nếu có sự mất cân bằng dương ở quý trước, TTCK trong quý tiếp theo sẽ điều chỉnh giảm. Tương tự ECT của phương trình D(MOSUPPLYGDP) = -11.632 thể hiện khoảng 11.632% sự mất cân bằng của nguồn cung tiền M2 trên GDP ở quý trước sẽ được điều chỉnh ở quý tiếp theo hướng điều chỉnh giảm tuy nhiên sự điều chỉnh này cũng tương đối đáng kể so với sự điều chỉnh các biến khác. Hơn nữa, ECT của phương trình D(INVGDP) = 0.093 thể hiện khoảng 0.093% sự mất cân bằng của tổng đầu tư trên GDP ở quý trước sẽ được điều chỉnh ở quý tiếp theo theo chiều hướng tăng, sự điều chỉnh này khá nhỏ. Còn ECT của D(CPI) = 0.107 chứng tỏ khoảng 0.107% sự mất cân bằng của quý trước sẽ được điều chỉnh ở quý tiếp theo, theo chiều hướng tăng nhưng mức độ điều chỉnh không đáng kể. Các mức độ này đều có ý nghĩa thống kê (hình 3.29).

Bảng 3.29: Hệ số điều chỉnh sai số ECT (Error Correction Term) của mô hình

Hệ số điều chỉnh sai số ECT	D(ECOGROWTH)	D(STOCKDEV)	D(MOSUPPLYGDP)	D(INVGDP)	D(CPI)
	0.106591***	-1.199627*	-11.63223***	0.092728*	0.107370*
	(0.02911)	(0.73218)	(1.51181)	(0.15852)	(0.11165)
	[3.66151]	[-1.73844]	[-7.69424]	[1.88497]	[1.96170]

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả

Giá trị trong ngoặc đơn [] là thống kê t. Bác bỏ giả thuyết H_0 nếu trị kiểm định thống kê lớn hơn giá trị tới hạn lần lượt 1%, 5%, 10% là 2,82; 2,07; 1,72

(*), (**), (***) : có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, 1%

3.3.5. Kiểm định nhân quả Granger cho mô hình nghiên cứu

Bảng 3.30: Kiểm định nhân quả Granger dựa vào mô hình VECM

	D(ECOGROWTH)	D(STOCKDEV)	D(INVGDP)	D(MOSUPPLYGDP)	D(CPI)
D(ECOGROWTH)		0.027 (0.9867)	5.0798* (0.0789)	7.808** (0.0202)	13.645*** (0.0011)
D(STOCKDEV)	13.329*** (0.001)		2.5697 (0.2767)	4.391 (0.1113)	0.212 (0.8994)
D(INVGDP)	12.533*** (0.0019)	8.734** (0.0127)		81.048*** (0.0000)	0.823 (0.6628)
D(MOSUPPLYGDP)	19.064*** (0.0001)	3.892 (0.1428)	0.138 (0.9334)		5.066* (0.0794)
D(CPI)	4.553 (0.1026)	1.1495 (0.5628)	2.747 (0.2532)	1.2996 (0.5222)	

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả

Ghi chú: Số không trong ngoặc đại diện cho thống kê chi-square, còn dấu trong ngoặc đại diện cho giá trị p-values. Dấu hoa thị (*), (**), (***) đại diện cho các thống kê có ý nghĩa ở mức 10%, 5% và 1%.

Dựa vào bảng 3.30, biến sự phát triển TTCK là D(STOCKDEV) có giá trị p-value=0.001<0.01. Vì thế, có thể kết luận sự phát triển TTCK có mối quan hệ Granger một chiều với tăng trưởng kinh tế ở mức ý nghĩa 1%. Tương tự, tăng trưởng kinh tế D(ECOGROWTH) có giá trị p-value =0.9867>0.05. Điều này ngụ ý rằng tăng trưởng kinh tế không có mối quan hệ nhân quả Granger lên sự phát triển TTCK, do đó không thể dự đoán cho sự phát triển TTCK. Kiểm định nhân quả Granger hàm ý mối quan hệ một chiều giữa sự phát triển TTCK tác động lên tăng trưởng kinh tế ở mức ý nghĩa 1% mà không có chiều ngược lại. Ngoài ra, dựa vào kiểm định này cũng cho thấy mối quan hệ hai chiều giữa tăng trưởng kinh tế và D(INVGDP) tức là D(INVGDP) tác động nhân quả Granger lên D(ECOGROWTH) ở mức ý nghĩa 1% và ngược lại ở mức

10%. Bên cạnh đó, có mối quan hệ hai chiều giữa D(ECOGROWTH) có quan hệ nhân quả Granger lên D(MOSUPPLYGDP) ở mức 5% và ngược lại ở mức 1%. Mặt khác, tồn tại mối quan hệ một chiều giữa D(ECOGROWTH) tác động nhân quả lên D(CPI) ở mức 1% nhưng không có chiều ngược lại. Xét biến sự phát triển TTCK có tồn tại mối quan hệ một chiều giữa D(INVGDP) tác động lên D(STOCKDEV) ở mức ý nghĩa 5% nhưng không có chiều ngược lại, D(INVGDP) có mối quan hệ Granger một chiều tác động lên D(MOSUPPLYGDP) ở mức ý nghĩa 1% nhưng không có chiều ngược lại, D(MOSUPPLYGDP) có quan hệ Granger một chiều tác động lên D(CPI) ở mức ý nghĩa 10% nhưng không có chiều ngược lại. Đồng thời, kiểm định nhân quả Granger không cho thấy bất cứ mối quan hệ nào giữa D(MOSUPPLYGDP) và D(STOCKDEV), giữa D(CPI) và D(STOCKDEV), và giữa D(CPI) và D(INVGDP).

3.3.6. Tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK

Để xem xét mối quan hệ nhân quả Granger giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK, sau khi chạy mô hình VECM tác giả đã chạy nhân quả Granger cho hệ thống các biến được chọn trong mô hình. Kết quả cho thấy mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK diễn ra một chiều từ sự phát triển TTCK gây ra nhân quả Granger đối với tăng trưởng kinh tế nhưng không có chiều ngược lại (*bảng 3.31*). Như vậy TTCK Việt Nam đã thể hiện được vai trò và tác động đóng góp cho GDP của nền kinh tế. Đo lường sự phát triển TTCK, tác giả đã đo thông qua việc đo biến kích cỡ thị trường và tính thanh khoản thể hiện cho sự lớn mạnh của thị trường và tính năng động của nó. Như vậy trên thực tế thì kích cỡ, tính thanh khoản hay độ năng động của thị trường, nhân tố nào mới là cái quyết định đến mối quan hệ tác động nhân quả Granger của TTCK lên tăng trưởng kinh tế. Để trả lời câu hỏi này, tác giả chạy các biến thành phần giữa STOCKDEV lên MACAP (vốn hóa thị trường trên GDP), TRADEVA (giá trị giao dịch trên GDP), TRADEMA (tốc độ luân chuyển đo bằng giá trị giao dịch trên vốn hóa thị trường). Kết quả cho thấy chỉ có MACAP gây ra nhân quả Granger lên ECOGROWTH với $p\text{-value} = 0.0006 < 0.01$ với mức ý nghĩa 1% nhưng không có chiều ngược lại từ ECOGROWTH có thể tác động lên MACAP (*bảng 3.32*). Ngoài ra, các biến TRADEVA và TRADEMA đều không đủ bằng chứng để kết luận chúng có bất kỳ mối quan hệ nhân quả nào lên GDP (*bảng 3.33 và bảng 3.34*). Điều

đó cho thấy mối quan hệ một chiều từ STOCKDEV tác động đến GDP (bảng 3.31) là nhờ kích cỡ TTCK Việt Nam không ngừng gia tăng và có đóng góp cho tăng trưởng nhưng tính thanh khoản thị trường cũng như độ năng động của nó so với nền kinh tế vẫn còn là một câu hỏi đặt ra, thiết nghĩ cần tập trung giải pháp gia tăng tính thanh khoản và độ năng động của thị trường để STOCKDEV có thể đóng góp cho tăng trưởng kinh tế Việt Nam tốt hơn trong tương lai. Khi tốc độ tăng trưởng kinh tế tăng sẽ tăng số lượng doanh nghiệp đặc biệt là các công ty cổ phần, doanh nghiệp càng nhiều sẽ tạo công ăn việc làm cho nền kinh tế và doanh nghiệp càng muốn huy động nhiều vốn hơn cho đó cũng giúp mở rộng kích cỡ TTCK và tăng tính thanh khoản để đáp ứng nhu cầu của doanh nghiệp [83, trang 356]. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với nghiên cứu của Patrick (1969) khi cho rằng ở giai đoạn ban đầu, xuất hiện hiện tượng cung kéo chiếm ưu thế (supply leading) tức sự phát triển TTCK và tài chính sẽ dẫn đến tăng trưởng kinh tế. Nhưng sau khi nền kinh tế tăng trưởng tốt và bền vững thì chiều hướng tác động sẽ ngược lại tức tăng trưởng kinh tế sẽ tác động ngược lại đến TTTC và TTCK bởi ở trạng thái này, nền kinh tế đang tăng trưởng sẽ dẫn đến cầu về dịch vụ tài chính tăng làm phát triển khu vực tài chính và khu vực sản xuất vật chất, làm xuất hiện hiện tượng cầu đẩy (demand-following) chiếm ưu thế hơn so với giai đoạn đầu. Việt Nam đã có hơn 15 năm hình thành và phát triển TTCK, nhưng kết quả cho thấy mối quan hệ một chiều từ TTCK đến tăng trưởng kinh tế cho thấy TTCK vẫn còn khá non trẻ, vẫn ở giai đoạn đầu so với xu thế phát triển cần có của một nền kinh tế.

Bảng 3.31: Kiểm định nhân quả Granger giữa STOCKDEV và ECOGROWTH

Giả thuyết	F-statistic	Prob
H0: STOCKDEV không gây ra nhân quả Granger đối với ECOGROWTH	6.04634	0.0013
H0: ECOGROWTH không gây ra nhân quả Granger đối với STOCKDEV	1.33921	0.2810

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả

Bảng 3.32: Kiểm định nhân quả Granger giữa MACAP và ECOGROWTH

Giả thuyết	F-statistic	Prob
H0: MACAP không gây ra nhân quả Granger đối với ECOGROWTH	6.91638	0.0006
H0: ECOGROWTH không gây ra nhân quả Granger đối với MACAP	1.71788	0.1751

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả

Bảng 3.33: Kiểm định nhân quả Granger giữa TRADEVA và ECOGROWTH

Giả thuyết	F-statistic	Prob
H0: TRADEVA không gây ra nhân quả Granger đối với ECOGROWTH	0.42344	0.7376
H0: ECOGROWTH không gây ra nhân quả Granger đối với TRADEVA	0.44995	0.7192

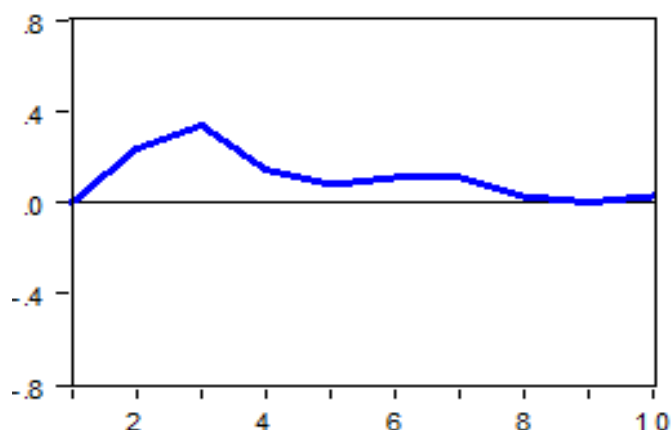
Nguồn : Kết quả nghiên cứu của tác giả

Bảng 3.34: Kiểm định nhân quả Granger giữa TRADEMA và ECOGROWTH

Giả thuyết	F-statistic	Prob
H0: TRADEMA không gây ra nhân quả Granger đối với ECOGROWTH	0.89332	0.4814
H0: ECOGROWTH không gây ra nhân quả Granger đối với TRADEMA	1.03448	0.4076

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của Tác giả

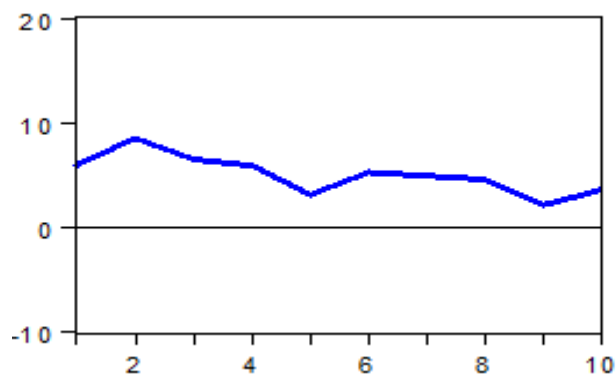
3.3.7. Hàm phản ứng sung



Nguồn: Kết quả nghiên cứu của Tác giả

Hình 3.12: Hàm phản ứng của ECOGROWTH trước cú sốc của STOCKDEV

Dựa vào hàm phản ứng sung của ECOGROWTH trước cú sốc của STOCKDEV (hình 3.10) cho thấy hàm phản ứng của tăng trưởng kinh tế (ECOGROWTH) trong cả thời kỳ 10 quý bị ảnh hưởng tích cực từ cú sốc dương của sự phát triển thị trường chứng khoán (STOCKDEV) từ giai đoạn 1 đến hết giai đoạn 3 trong đó tác động mạnh và đầy đủ nhất ở giai đoạn 3. Từ sau giai đoạn 3 trở đi là hiệu ứng giảm dần của STOCKDEV đối với ECOGROWTH (phản ứng của ECOGROWTH đối với cú sốc STOCKDEV vẫn là dương nhưng hiệu ứng giảm), đặc biệt giảm mạnh nhất vào giai đoạn 8. Sau đó có dấu hiệu không phản ứng trước cú sốc của TTCK từ giai đoạn 8 đến giai đoạn 10 (mức phản ứng rất nhỏ xấp xỉ giá trị 0.331926; 0.480821; 0.391653 ở giai đoạn 8, 9 và giai đoạn 10) (xem chi tiết tại bảng phụ lục 8.1). Thông qua hình này, đã hỗ trợ cho mối quan hệ tác động tích cực của TTCK đối với tăng trưởng kinh tế.



Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả

Hình 3.13: Hàm phản ứng của sự phát triển TTCK đối với cú sốc của ECOGROWTH

Ngoài ra, đối với hàm phản ứng của sự phát triển TTCK đối với cú sốc của tăng trưởng kinh tế (hình 3.11) cho thấy phản ứng của sự phát triển TTCK đối với cú sốc của tăng trưởng kinh tế là dương nhưng có chiều hướng giảm ở giai đoạn 5 và 9. Ngoài ra, phản ứng của sự phát triển TTCK đối với cú sốc ECOGROWTH tốt nhất là vào giai đoạn 2. Sau đó có dấu hiệu suy giảm từ giai đoạn 4 đến giai đoạn 5, sau đó phục hồi nhẹ ở giai đoạn 6, 7, 8. Đặc biệt đáng lưu ý nhất là phản ứng của sự phát triển TTCK đối với cú sốc của tăng trưởng kinh tế là dương nhưng giảm sâu ở giai đoạn 9, sau đó mới được phục hồi và vươn lên ở giai đoạn 10. Như vậy, hàm phản ứng của sự phát triển TTCK đối với cú sốc của tăng trưởng kinh tế dù ở mức nào cũng thể hiện chiều hướng luôn dương và tác động tích cực đối với tăng trưởng kinh tế.

3.3.8. Phân rã phương sai

Bảng 3.35: Phân rã phương sai của ECOGROWTH

Giai đoạn	S.E.	ECOGROWTH	STOCKDEV	INVGDP	MOSUPPLYGDP	CPI
1	0.732624	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.954481	89.73394	6.126586	0.194579	0.844935	3.099960
3	1.141198	75.68966	13.06637	1.552796	1.841456	7.849722
4	1.305013	72.18901	11.17660	1.863001	3.476863	11.29453
5	1.495280	72.95467	8.773966	2.083216	3.355841	12.83231
6	1.623727	69.67402	7.874968	2.877634	3.068296	16.50508
7	1.714311	65.18356	7.453474	2.949926	2.759721	21.65332
8	1.807529	62.00581	6.723630	2.913148	2.638192	25.71921
9	1.934409	60.31681	5.870551	3.756318	2.912170	27.14415
10	2.046461	57.55514	5.262239	4.997477	3.063146	29.12199

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả

Dựa vào kết quả phân rã phương sai (bảng 3.35), luận án thấy sự thay đổi của tăng trưởng kinh tế đến từ chính nó ở giai đoạn đầu tiên chiếm 100%, không phụ thuộc vào các biến khác trong mô hình nghiên cứu. Trong giai đoạn 5, sự thay đổi của tăng

trường kinh tế đến từ chính nó chiếm 72.95%, từ sự phát triển TTCK chiếm 8.77%, từ INVGDP chiếm 2.08%, từ MOSUPPLYGDP chiếm 3.36% và từ CPI chiếm 12.83%. Trong giai đoạn 10, sự thay đổi của tăng trưởng kinh tế đến từ chính nó chiếm 57.6%, từ sự phát triển TTCK chiếm 5.26%, từ INVGDP chiếm 4.99%, từ MOSUPPLYGDP chiếm 3.06% và từ CPI chiếm 29.12%. Điều này chứng tỏ tăng trưởng kinh tế có thể giải thích tốt bởi nội lực của chính nó và CPI. Còn sự phát triển TTCK chỉ chiếm một phần đóng góp không nhiều cho tăng trưởng kinh tế.

Bảng 3.36. Phân rã phương sai của sự phát triển TTCK

Giai đoạn	S.E.	ECOGROWTH	STOCKDEV	INVGDP	MOSUPPLYGDP	CPI
1	18.42620	10.55030	89.44970	0.000000	0.000000	0.000000
2	27.84285	14.03594	79.84362	1.673474	4.270859	0.176103
3	31.86970	14.87304	78.83620	1.464788	4.550455	0.275515
4	34.90650	15.25733	76.72963	1.261859	6.192700	0.558484
5	37.71705	13.74585	78.05939	1.213252	5.586616	1.394893
6	40.59082	13.55049	76.85005	1.102482	6.770007	1.726974
7	43.01374	13.36529	75.71390	1.518566	7.195180	2.207054
8	45.65087	12.85896	73.59642	1.894518	9.054047	2.596051
9	47.60964	12.02608	73.61617	2.117843	8.918370	3.321532
10	49.65766	11.57300	72.74557	2.235439	9.695472	3.750522

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả

Từ kết quả phân rã phương sai (bảng 3.36), luận án thấy sự thay đổi của biến thể hiện sự phát triển TTCK đến từ chính nó ở giai đoạn đầu tiên chiếm 89.45% và tăng trưởng kinh tế khoảng 10.55%, không phụ thuộc vào các biến khác trong mô hình nghiên cứu. Trong giai đoạn 5, sự thay đổi của sự phát triển TTCK đến từ chính nó chiếm 78.06%, từ tăng trưởng kinh tế chiếm 13.75%, từ INVGDP chiếm 1.21%, từ MOSUPPLYGDP chiếm 5.59% và từ CPI chiếm 1.39%. Trong giai đoạn 10, sự thay đổi của sự phát triển TTCK đến từ chính nó chiếm 72.75%, từ tăng trưởng kinh tế chiếm 11.57%, từ INVGDP chiếm 2.24%, từ MOSUPPLYGDP chiếm 9.69% và từ

CPI chiếm 3.75%. Điều này chứng tỏ sự phát triển TTCK có thể giải thích tốt bởi nội lực của chính nó, tăng trưởng kinh tế và MOSUPPLYGDP. Còn INVGDP và CPI chiếm một phần đóng góp nhỏ cho sự phát triển TTCK.

TÓM TẮT CHƯƠNG 3

Trong chương này, luận án trình bày quá trình hình thành và phát triển TTCK Việt Nam, đánh giá những thành tựu đạt được: (i) TTCK Việt Nam có qui mô và kích cỡ thị trường ngày càng gia tăng; (ii) Qui mô số lượng công ty niêm yết không ngừng gia tăng đã làm tăng tính đa dạng của hàng hoá trên thị trường; (iii) Tính thanh khoản TTCK Việt Nam ngày càng cải thiện theo chiều hướng tốt; (iv) Thị trường đã nghiên cứu và phát triển các sản phẩm mới như đưa ra chỉ số mới VN Index30, HNX index, UPCOM Index, thời gian giao dịch kéo dài sang buổi chiều, triển khai lệnh thị trường, sản phẩm mới ETF, chứng quyền covered warrant; (v) Sự đóng góp thị trường trái phiếu có quy mô ngày càng gia tăng; (vi) TTCK bước đầu thể hiện khả năng hội nhập quốc tế. Đối với những điểm cần khắc phục trong tương lai ở giai đoạn 2000-2013 kể từ khi TTCK thành lập như: (i) TTCK Việt Nam theo các nghiên cứu trước kết luận không hiệu quả về mặt thông tin và cũng không tuân thủ giả thuyết thị trường dạng yếu bởi Việt Nam là một thị trường mới nổi với mức vốn hoá thấp, thanh khoản thấp, hành vi bầy đàn của nhà đầu tư, hệ thống pháp lý và quản trị các công ty niêm yết chưa đầy đủ, hệ thống kế toán-kiểm toán chưa chặt chẽ, giao dịch nội gián, cơ sở hạ tầng cho thị trường còn thiếu, (ii) Bị ảnh hưởng bởi những thăng trầm của nền kinh tế Việt Nam và thế giới, bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế toàn cầu.

Ngoài ra, trong chương này, tác giả cũng đánh giá tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn 1991-2013 ở Việt Nam với tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và ổn định trong nhiều năm, khu vực kinh tế ngoài quốc doanh phát triển nhanh. Tăng trưởng kinh tế được nhìn sâu dưới cấu trúc ngành nông nghiệp, lâm nghiệp-thủy sản, công nghiệp-xây dựng, dịch vụ. Đánh giá tăng trưởng kinh tế dưới góc độ hiệu quả suất đầu tư hay ICOR cho các ngành kinh tế và các khu vực Nhà nước, ngoài Nhà nước, vốn đầu tư nước ngoài cũng như xem xét cấu trúc đầu vào của tăng trưởng kinh tế Việt Nam.

Tăng trưởng kinh tế cao của Việt Nam trong suốt giai đoạn vừa qua gắn liền với tăng mạnh vốn đầu tư, năng suất lao động thấp, tiêu hao năng lượng, nguyên nhiên liệu của các ngành công nghiệp rất cao. Tỷ lệ đóng góp của TFP Việt Nam vẫn thấp hơn so với các nước trong khu vực và đang có xu hướng giảm.

Tiếp theo, tác giả trình bày kết quả khảo sát ý kiến chuyên gia về thực trạng mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK, đánh giá vai trò, khó khăn trong thực tế hoạt động của những người trực tiếp làm công tác quản lý, lãnh đạo thị trường. Qua đó với phần câu hỏi mở và phỏng vấn sâu tác giả đã đánh giá tổng quan được mối quan hệ. Các chuyên gia đều tán thành các vai trò của TTCK Việt Nam có thể đóng góp cho tăng trưởng: (i) Là kênh huy động và điều hòa vốn cho nền kinh tế bảo đảm tính thanh khoản cho số tiết kiệm phục vụ đầu tư dài hạn; (ii) Thúc đẩy cổ phần hoá phát triển, thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế, thúc đẩy các doanh nghiệp hoạt động tốt hơn; (iii) Tạo môi trường giúp Chính phủ điều hành các chính sách vĩ mô. Các chuyên gia đưa ra nhận xét về văn bản pháp luật liên quan: (i) Đa số đánh giá vừa thiếu, vừa yếu lại chưa rõ ràng, luật chứng khoán thiếu chặt chẽ và còn nhiều kẽ hở; (ii) Tính minh bạch của thị trường về các công ty niêm yết còn thấp; (iii) Luật lệ và các qui định vẫn chưa thực sự đáp ứng được nhu cầu của thị trường. Các qui định còn cứng nhắc khiến khó khăn khi phát triển và triển khai sản phẩm mới; (iv) Về hệ thống thanh tra, giám sát thị trường nhìn chung còn yếu kém dễ dẫn đến việc cạnh tranh không lành mạnh giữa các công ty với nhau đặc biệt là cần loại bỏ những công ty không minh bạch với cách thức làm việc quan liêu, hiệu quả thấp của cơ quan quản lý Nhà nước; (v) Các nhận xét khác bao gồm: sản phẩm trên TTCK còn nghèo nàn, giới hạn, chưa có nhiều sản phẩm phái sinh để giảm thiểu rủi ro, ngày T kéo dài làm giảm thanh khoản thị trường, giảm sức hấp dẫn và số tiền đầu tư vào thị trường, nền kinh tế vẫn chưa ổn định, còn nhiều chính sách đưa ra nhưng chưa áp dụng được nhiều vào thực tế nên kết quả không mang lại nhiều. Vì vậy, cần tìm giải pháp cho các vấn đề nêu trên.

Kế tiếp, tác giả luận án khảo sát 40 công ty phát hành nhằm tìm hiểu thực trạng huy động vốn đặc biệt huy động qua TTCK của các công ty. Các công ty đã đánh giá những thuận lợi và khó khăn của việc huy động vốn qua TTCK. Đồng thời đưa ra

những kiến nghị có liên quan nhằm tăng cường hiệu quả của việc huy động vốn qua TTCK. Những kiến nghị này tạo ra nền tảng giúp tác giả luận án đưa ra giải pháp đối với phía cung từ những công ty phát hành chứng khoán ở chương 4.

Thông qua mô hình vector hiệu chỉnh sai số VECM, luận án đã xây dựng hai phương trình đo lường mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK Việt Nam và hệ thống các biến được chọn, luận án đã tìm thấy tăng trưởng kinh tế có mối quan hệ dài hạn với các biến trong mô hình bao gồm STOCKDEV, INVGDP, MOSUPPLYGDP, CPI. Với độ trễ tối ưu của các biến trong mô hình bằng 2, các biến nghiên cứu đều dừng ở sai phân bậc 1 cho mô hình nghiên cứu, bằng chứng thực nghiệm đã cho thấy tồn tại một mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến. Hệ số điều chỉnh sai số ECT của mô hình VECM đã chứng tỏ sự điều chỉnh này không đáng kể khoảng 0.1066% sự mất cân bằng của tăng trưởng kinh tế của Việt Nam ở quý trước sẽ được điều chỉnh ở quý tiếp theo. Nếu có một sự mất cân bằng dương ở quý trước, tăng trưởng kinh tế sẽ tăng ở quý tiếp theo. ECT của phương trình về sự phát triển TTCK thể hiện khoảng 1.199% sự mất cân bằng của sự phát triển TTCK ở quý trước sẽ được điều chỉnh ở quý tiếp theo nếu có sự mất cân bằng dương ở quý trước, TTCK trong quý tiếp theo sẽ điều chỉnh giảm. Ngoài ra, qua kết quả phân rã phương sai của tăng trưởng kinh tế tỷ trọng đóng góp của sự phát triển TTCK Việt Nam thông qua 10 giai đoạn đóng góp khoảng 7.23% cho tăng trưởng. Phân rã phương sai tăng trưởng kinh tế còn cho thấy trung bình trong 10 giai đoạn, cấu thành nên tăng trưởng vẫn do nội lực của chính nó chiếm khoảng 72.53%, CPI chiếm trung bình 25.51%, MOSUPPLYGDP chiếm 2.39%, INVGDP chiếm 2.32%. Do đó, cho thấy sự phát triển TTCK đóng góp một tỷ lệ không nhiều cho tăng trưởng, chưa tương xứng với qui mô và trình độ phát triển của nền kinh tế (*bảng 3.35*). Trong lúc đó, trong phân rã phương sai của sự phát triển TTCK, tăng trưởng kinh tế qua 10 giai đoạn trung bình đóng góp khoảng 13.18% cho sự phát triển thị trường. Ngoài ra, sự phát triển TTCK đến từ nội lực của chính nó chiếm 77.54%, từ MOSUPPLYGDP chiếm 6.22% và một tỷ lệ nhỏ đến từ các biến còn lại. Thông qua kiểm định nhân quả Granger cho thấy mối quan hệ nhân quả một chiều từ TTCK tác động nhân quả đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam nhưng không có chiều ngược lại. Tác động này do phần lớn là kích cỡ số lượng vốn hóa thị trường của

các công ty niêm yết ở hai Sàn đã đủ mạnh để ảnh hưởng đến GDP nhưng ngược lại không đủ bằng chứng để kết luận tính thanh khoản thị trường và tốc độ luân chuyển đo độ năng động của thị trường có bất kỳ mối quan hệ nhân quả nào đến GDP. *Tóm lại*, kết quả nghiên cứu quan trọng nhất của luận án cho rằng sự phát triển TTCK tác động dương tích cực lên tăng trưởng kinh tế. Đối với Việt Nam, cứ 1% tăng lên ở sự phát triển TTCK có thể làm tăng khoảng 0.185% tăng trưởng trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi. Việt Nam đã có hơn 15 năm hình thành và phát triển TTCK, nhưng kết quả cho thấy mối quan hệ một chiều từ TTCK đến tăng trưởng kinh tế cho thấy TTCK vẫn còn khá non trẻ, nhưng phù hợp với trình độ phát triển của một nền kinh tế đang phát triển và vẫn ở giai đoạn đầu so với xu thế phát triển cần có của một nền kinh tế.

CHƯƠNG 4

NHỮNG GIẢI PHÁP CƠ BẢN NHẪM THÚC ĐẨY SỰ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN GẮN KẾT VỚI TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ TẠI VIỆT NAM

4.1. QUAN ĐIỂM VÀ MỤC TIÊU CỤ THỂ CỦA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM ĐẾN NĂM 2020

4.1.1. Quan điểm và mục tiêu cụ thể về tăng trưởng kinh tế Việt Nam đến năm 2020

4.1.1.1 Quan điểm về tăng trưởng kinh tế Việt Nam đến năm 2020

Đại hội XI của Đảng trong chiến lược phát triển kinh tế-xã hội Việt Nam 2011-2020 đã xác định rõ “*Phấn đấu đến năm 2020 nước ta cơ bản trở thành nước công nghiệp theo hướng hiện đại... Tiếp tục hoàn thiện thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa là tiền đề quan trọng thúc đẩy quá trình cơ cấu lại nền kinh tế, đổi mới mô hình tăng trưởng, ổn định kinh tế vĩ mô....*”[7, trang 31, 34]. Với quan điểm rõ ràng nêu trên để thực hiện mục tiêu trở thành nước công nghiệp về cơ bản, phải đổi mới mô hình tăng trưởng.

Theo quan điểm của Đảng, việc đổi mới “*mô hình tăng trưởng và cơ cấu lại nền kinh tế từ chủ yếu phát triển theo chiều rộng sang phát triển hợp lý giữa chiều rộng và chiều sâu; vừa mở rộng quy mô, vừa chú trọng nâng cao chất lượng, hiệu quả, tính bền vững; từ tăng trưởng chủ yếu dựa vào tăng vốn đầu tư, khai thác tài nguyên và sử dụng lao động giá rẻ sang tăng trưởng chủ yếu do áp dụng tiến bộ khoa học, công nghệ, nguồn nhân lực chất lượng cao*” [7, trang 38]. Theo quan điểm mới cần phát triển nền kinh tế theo hướng bền vững, xem trọng chất lượng tăng trưởng, năng suất, hiệu quả, và sức cạnh tranh của nền kinh tế. Ngoài ra, cần tránh việc đầu tư dàn trải, nâng cao công tác giám sát và quản lý Nhà nước, nâng cao sử dụng hiệu quả các nguồn lực.

Ngoài ra, quan điểm tăng trưởng kinh tế phải gắn liền với “*tiến bộ công bằng xã hội*” [44], [147] trong đó ưu tiên phát triển bền vững: (i) Ưu tiên phát triển giáo dục-đào tạo; (ii) Ưu tiên phát triển khoa học-công nghệ; (iii) Ưu tiên xóa đói giảm nghèo,

khuyến khích người dân làm giàu hợp pháp, giải quyết việc làm; (iv) Chăm lo sức khỏe cho nhân dân; (v) Tôn trọng lợi ích chính đáng của người lao động và mọi thành phần kinh tế, phân phối theo kết quả công việc và hiệu quả kinh tế...

Như vậy, quan điểm tổng quát tăng trưởng trong giai đoạn mới không thể chỉ dựa vào tổng đầu tư xã hội và gia tăng các nguồn lực trong nước vì dễ rơi vào tình trạng mất cân đối vĩ mô, không hiệu quả và chưa giải quyết được bài toán phát triển bền vững. Những năm qua, Việt Nam đã đạt được sự tăng trưởng kinh tế tương đối cao do thể chế được cải cách một phần và gia tăng nguồn vốn đầu tư nhưng việc đầu tư chưa hiệu quả, khu vực doanh nghiệp Nhà nước yếu kém cùng với cải thiện các vấn đề xã hội, y tế, giáo dục chưa vững chắc. Việc tìm ra giải pháp cho các vấn đề này sẽ giúp quan điểm tăng trưởng kinh tế đến năm 2020 gia tăng cả về lượng-kinh tế tăng trưởng nhanh và gia tăng về chất lượng sẽ trở thành hiện thực để phục vụ cho mục tiêu phát triển bền vững của kinh tế Việt Nam trong tương lai [7, trang 30].

4.1.1.2. Những mục tiêu cụ thể của tăng trưởng kinh tế đến năm 2020

Như vậy, dựa trên định hướng chuyển đổi mô hình tăng trưởng nhanh hơn, chất lượng cao hơn và gắn liền với tiến bộ, công bằng xã hội trong các bước phát triển cụ thể từ năm 2011-2020. Để đạt được mục tiêu tổng quát này một trong các chỉ tiêu quan trọng cần đạt được là tăng trưởng kinh tế trong đó tốc độ tăng trưởng tổng sản phẩm trong nước (GDP) bình quân 7-8%/năm trong giai đoạn 2011-2020. Nhằm cụ thể hóa kế hoạch đạt được mục tiêu tăng trưởng Đại hội XI cũng đặt ra mục tiêu tăng trưởng cho các kế hoạch 5 năm giai đoạn 1 từ năm 2011-2015 và giai đoạn kế hoạch 5 năm từ năm 2016-2020.

Một là, mục tiêu tăng trưởng kinh tế cụ thể trong giai đoạn 2011-2015 như sau: (i) Tốc độ tăng trưởng kinh tế bình quân trong 5 năm này là 7,0-7,5%; (ii) Năm 2015, GDP bình quân đầu người khoảng 2.000 USD; cơ cấu GDP bao gồm 3 lĩnh vực: nông nghiệp đạt 17-18%, công nghiệp và xây dựng đạt 41-42%, dịch vụ 41-42% trong đó giá trị gia tăng công nghiệp-xây dựng bình quân trong 5 năm tăng 7,8%-8%; giá trị gia tăng nông nghiệp bình quân 5 năm 2,6-3%/năm, tốc độ tăng trưởng dịch vụ bình quân 5 năm đạt 8-8,5%/năm trở thành khu vực có tốc độ tăng trưởng cao nhất cao hơn tốc độ tăng GDP; (iii) Tỷ lệ lao động qua đào tạo đạt 55%; iv) Giảm bội chi ngân sách

xuống 4,5% GDP vào năm 2015; (v) Vốn đầu tư toàn xã hội bình quân trong 5 năm này đạt 40% GDP; (vi) Tỷ lệ huy động vào ngân sách Nhà nước đạt 23-24% GDP; (vii) Giải quyết việc làm cho 8 triệu lao động[7, trang 103, trang 323].

Hai là, GDP năm 2020 theo giá so sánh bằng khoảng 2,2 lần so với năm 2010; GDP bình quân đầu người theo giá thực tế đạt khoảng 3.000 USD. Yếu tố năng suất tổng hợp đóng góp vào tăng trưởng đạt khoảng 35%, giảm tiêu hao năng lượng tính trên GDP 2,5-3%/năm.

Đây là hai kế hoạch 5 năm quan trọng để đạt mục tiêu cụ thể về tăng trưởng kinh tế đến năm 2020, trên cơ sở tiếp tục ổn định kinh tế vĩ mô, thực hiện thành công việc chuyển đổi mô hình tăng trưởng kinh tế trong đó nhấn mạnh tính bền vững và chất lượng tăng trưởng, trên cơ sở đó kết hợp tốt giữa tăng trưởng về lượng và tăng trưởng về chất. Để đạt được điều này cần: (i) Sử dụng hiệu quả các nguồn vốn đầu tư xã hội sẽ quan trọng hơn đẩy mạnh tổng đầu tư; (ii) Lấy mục tiêu tăng trưởng làm chỉ tiêu đánh giá các công trình đầu tư công cộng và các công trình có liên quan đến đầu tư công; (iii) Cải cách khu vực doanh nghiệp Nhà nước; (iv) Đầu tư nguồn nhân lực có chất lượng cao; (v) Xóa đói giảm nghèo và cải thiện đời sống nhân dân [24, trang 165].

4.1.2. Quan điểm và mục tiêu cụ thể về phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2020

4.1.2.1. Quan điểm về phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2020

Như vậy, từ các định hướng trong chính sách của Chính phủ và Nhà nước trong chiến lược phát triển và tái cấu trúc TTCK, các bài học kinh nghiệm phát triển TTCK ở một số quốc gia Châu Á, từ nghiên cứu thực trạng về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK. Từ đó, các quan điểm đề xuất cho việc phát triển TTCK gắn với tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam như sau:

Thứ nhất, những chính sách phát triển TTCK cần được xác định dựa trên thực trạng mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK. Qua nghiên cứu thực nghiệm cho thấy tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK Việt Nam đã có mối quan hệ trong ngắn hạn và dài hạn. Nhưng hiện tại tỷ lệ đóng góp cho tăng trưởng kinh tế của TTCK vẫn còn khá nhỏ, điều này cho thấy kích cỡ và tính thanh khoản của thị

trường vẫn chưa tương xứng với qui mô của nền kinh tế. Vì thế thiết nghĩ Chính phủ cần tìm ra giải pháp để cải thiện vấn đề này đặc biệt là cải thiện hoạt động trên TTCK để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong tương lai.

Thứ hai, phát triển TTCK cần tập trung vào những yếu tố như qui mô và chất lượng cụ thể là kích cỡ, tính năng động, và tính thanh khoản đóng góp vai trò quan trọng cho sự phát triển cho TTCK. Trên thực tế, kích cỡ, sự đa dạng hoá của các loại hàng hoá trên thị trường cũng như giao dịch phát sinh trên TTCK VN vẫn còn nhỏ và cần thời gian để phát triển cho sánh kịp với các nước trong khu vực. Để TTCK VN trở thành một thị trường hấp dẫn các nhà đầu tư trong và ngoài nước, thu hút các dòng ngân lưu vào, trở thành một trong những nền tảng khuyến khích nền kinh tế phát triển, điều này cần thiết phải có sự tổ chức chặt chẽ của những nhà quản lý thị trường, những người hoạt động trên thị trường và những người tham gia thị trường. Trên hết và quan trọng nhất là những người quản lý thị trường nhằm hoạch định, tổ chức, lãnh đạo và kiểm soát sao cho TTCK có thể phát triển nhằm thúc đẩy cho tăng trưởng kinh tế Việt Nam.

Thứ ba, quan điểm phát triển TTCK cần tạo dựng cơ sở NĐT vững chắc. Trong đó không chỉ thu hút NĐT trong nước mà còn ngoài nước trên cơ sở đảm bảo tính công khai, minh bạch khi công bố thông tin, an toàn trong hoạt động, tăng cường quản lý và giám sát thị trường, bảo vệ quyền lợi hợp pháp của NĐT.

Thứ tư, phát triển TTCK trên cơ sở đa dạng hóa hàng hóa tham gia thị trường, nâng cao chất lượng của các công ty cổ phần tham gia bằng cách khuyến khích các sản phẩm mới-sản phẩm phái sinh, quỹ đầu tư tham gia thị trường, tăng qui mô vốn của các công ty tham gia thị trường.

Thứ năm, các chính sách phát triển TTCK phù hợp với điều kiện kinh tế vĩ mô nằm trong phát triển đồng bộ, nhất quán với thị trường tài chính nói chung, kết nối tốt với hệ thống ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí...

Thứ sáu, nâng cao vai trò và vị thế của TTCK đối với sự phát triển kinh tế trong nước và hội nhập vào nền kinh tế khu vực và thế giới theo lộ trình phù hợp với khả năng của TTCK Việt Nam trước tiên là tạo điều kiện pháp lý dễ dàng niêm yết ở thị

trường lẫn nhau, thông qua chuyển giao công nghệ giao dịch, thiết kế và triển khai sản phẩm mới, đào tạo chuyên gia.

Thứ bảy, phát triển TTCK nằm trong mối quan hệ tỷ lệ tăng trưởng kinh tế bền vững, ổn định kinh tế vĩ mô trong đó nhấn mạnh sự kết nối giữa một TTCK hoạt động tốt, tỷ lệ đầu tư và CPI ở mức hợp lý, gia tăng nguồn cung tiền phù hợp với tốc độ tăng trưởng kinh tế. Như vậy, kinh tế phát triển ổn định, khu vực ngân hàng tăng trưởng tốt, công ty cổ phần phát triển lành mạnh sẽ cung cấp hàng hoá có chất lượng cho TTCK, duy trì kiểm soát tỷ lệ lạm phát và CPI ở mức hợp lý, thu hút FDI, chi tiêu chính phủ một cách chọn lọc cho các dự án quan trọng để đảm bảo tạo cơ sở hạ tầng vững chắc cho nền tảng phát triển TTCK và nền kinh tế trong tương lai.

4.1.2.2. Mục tiêu cụ thể phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2020

Cùng với mục tiêu phát triển nhanh, đồng bộ, vững chắc của thị trường vốn Việt Nam trong đó TTCK giữ vai trò chủ đạo, góp phần đặc lực trong việc huy động vốn cho đầu tư phát triển và cải cách nền kinh tế trong đó phục vụ cho mục tiêu tăng trưởng kinh tế theo chiều sâu, đưa TTCK Việt Nam hội nhập với TTCK trong khu vực và thế giới. Để đạt được mục tiêu này, cần đạt được các mục tiêu cụ thể:

- Đến hết năm 2014 hoàn thành việc phân loại tổ chức kinh doanh chứng khoán: (i) Nhóm có tỷ lệ vốn khả dụng trên 180% là nhóm hoạt động lành mạnh; (ii) Nhóm có tỷ lệ vốn khả dụng từ 150% đến 180% là nhóm bình thường; (iii) Nhóm có tỷ lệ vốn khả dụng từ 120% đến dưới 150% là nhóm bị kiểm soát; (iv) Nhóm có tỷ lệ vốn khả dụng dưới 120% là nhóm bị kiểm soát đặc biệt. Nội dung nổi trội là cần tạo điều kiện cho các tổ chức kinh doanh chứng khoán sát nhập, bằng cách tăng vốn, đầu tư công nghệ, mở rộng địa bàn hoạt động. Đối với nhóm bị kiểm soát, cần tăng vốn, không phân phối lợi nhuận, không mua cổ phiếu quỹ, tái cơ cấu danh mục đầu tư, thu hẹp địa bàn và cắt giảm nhân sự.
- Đến năm 2015, tổ chức thị trường chứng khoán phải sinh cơ bản.
- Đến năm 2015, tăng quy mô niêm yết, nâng cấp hệ thống giao dịch, xây dựng đường cong lãi suất chuẩn, mở rộng các giao dịch Repo và tiện ích khác đối với trái phiếu, đưa vào hoạt động tổ chức định mức tín nhiệm và trung tâm dữ liệu thống nhất về giao dịch thứ cấp trái phiếu doanh nghiệp.

- Đến năm 2015 sẽ hiện đại hoá hạ tầng công nghệ thông tin thị trường gồm hệ thống giao dịch, hệ thống giám sát, hệ thống đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ, hệ thống công bố thông tin.
- Đến năm 2020, tăng qui mô đưa tổng giá trị vốn hóa đạt 70% đến 100% GDP, củng cố tính thanh khoản cho TTCK, thực hiện việc tăng cung, kích cầu chứng khoán trong đó gia tăng năng lực cạnh tranh cho các tổ chức cung ứng dịch vụ chứng khoán.

Như vậy, khi xây dựng chiến lược phát triển TTCK rõ ràng gắn chặt với chiến lược phát triển kinh tế trong đó chú trọng khả năng hội nhập ngày càng sâu rộng của thị trường và nền kinh tế. Do đó tăng cường hội nhập nên để cho TTCK diễn ra ổn định, hiệu quả, không gây tổn hại cho nền kinh tế và phù hợp với từng giai đoạn theo một kế hoạch và lộ trình rõ ràng phù hợp với qui mô và kích cỡ cũng như đặc điểm riêng biệt của nền kinh tế Việt Nam.

4.2. CƠ SỞ CHO VIỆC ĐỀ XUẤT CÁC GIẢI PHÁP THÚC ĐẨY SỰ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN GẮN KẾT VỚI TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

Quan điểm và mục tiêu xuyên suốt trong quá trình tái cơ cấu kinh tế gắn với chuyển đổi mô hình tăng trưởng theo chiều sâu theo hướng nâng cao chất lượng, hiệu quả và năng lực cạnh tranh đất nước của Đảng Cộng Sản Việt Nam và Chính Phủ. Quan điểm và mục tiêu phát triển thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng đều nhất quán với quan điểm phát triển kinh tế-xã hội của Đảng và Nhà nước trong tiến trình công nghiệp hóa, hiện đại hóa và hội nhập quốc tế. Trên cơ sở lý luận trình bày ở chương 2 và phân tích, đánh giá thực trạng về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế với phát triển TTCK ở chương 3. Tác giả luận án bổ sung những cơ sở thực tiễn cho việc đề xuất các giải pháp nhằm gắn sự phát triển TTCK với tăng trưởng kinh tế. Cụ thể như sau:

Thứ nhất, theo quan điểm của Đảng Cộng Sản Việt Nam trong Đại Hội Đại Biểu toàn quốc lần XI cũng cần phát triển đa dạng, đồng bộ, ngày càng văn minh thị trường hàng hóa, dịch vụ: “*Phát triển vững chắc thị trường tài chính với cơ cấu hoàn chỉnh, vận hành an toàn, được quản lý, giám sát hiệu quả. Phát triển và kiểm soát có hiệu*

quả thị trường chứng khoán....” [7, trang 36]. Ngoài ra, cần phát triển mạnh các hình thức sở hữu, các thành phần kinh tế, các loại hình doanh nghiệp. Do đó, công tác đẩy mạnh, đổi mới, cổ phần hóa, nâng cao hiệu quả của doanh nghiệp Nhà nước. Khuyến khích phát triển mạnh kinh tế tư nhân và kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài bởi vì *“Kinh tế tư nhân là một trong những động lực của nền kinh tế. Kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài được khuyến khích phát triển”* [7, trang 74], đồng thời khuyến khích loại hình doanh nghiệp sở hữu hỗn hợp là các doanh nghiệp cổ phần để loại hình này sẽ là loại hình phổ biến trong nền kinh tế. Dựa trên quan điểm này là nền tảng quan trọng cung cấp hàng hóa cho TTCK Việt Nam từ các doanh nghiệp cổ phần hóa và ưu tiên vấn đề quản lý, giám sát thị trường của các Ban ngành có liên quan nhằm đem lại sự hiệu quả và an toàn cho thị trường. Như vậy để hoàn thiện cơ cấu thị trường cần đẩy mạnh hơn nữa sự phát triển của khu vực tư nhân. Theo lộ trình các doanh nghiệp cổ phần hóa được hưởng một số ưu đãi về lãi suất tín dụng, thuế, hành lang pháp lý tương đối rõ ràng. Khu vực kinh tế tư nhân cùng với việc tạo ra cơ chế cạnh tranh lành mạnh, công bằng giữa khu vực tư nhân và Nhà nước về cách tiếp cận thị trường trong và ngoài nước, quyền sử dụng đất, khả năng tiếp cận luồng vốn từ nước ngoài vào, khả năng tiếp cận vốn vay từ các ngân hàng, hay chính sách khuyến khích doanh nghiệp tư nhân sẽ làm nền tảng cho khu vực này tự tin phát triển trong tương lai. Điều này sẽ củng cố nền tảng kinh tế và giúp cho TTCK có hàng hóa chất lượng tốt từ doanh nghiệp tư nhân hay DNNN đã được cổ phần hóa. Việc cải tổ, sắp xếp DNNN hay bán một số cổ phần do Nhà nước sở hữu nhưng quản lý chưa hiệu quả, thua lỗ cho tư nhân quản lý còn giúp mang lại nguồn thu cho ngân sách Nhà nước.

Ngoài ra, ngành tài chính, ngân hàng, chứng khoán... thuộc ngành dịch vụ có giá trị gia tăng cao cần ưu tiên phát triển mạnh, ưu tiên hình thành một số trung tâm dịch vụ lớn ở các vùng và khu vực. Trên cơ sở đó sẽ tạo môi trường cạnh tranh bình đẳng, minh bạch, làm TTCK ngày càng hiện đại và năng động.

Thứ hai, từ quan điểm tái cơ cấu kinh tế của Chính phủ giai đoạn 2013-2020 đã chỉ rõ các nội dung: (i) Tiếp tục đổi mới tư duy, phân định rõ vai trò chức năng của Nhà nước và của thị trường theo hướng giảm thiểu các rào cản, tạo điều kiện khuyến khích chuyển dịch, phân bổ và sử dụng các yếu tố sản xuất, nhất là vốn theo tín hiệu của thị

trường nhằm giảm thiểu các biện pháp can thiệp hành chính; (ii) Tạo lập nguồn vốn cho việc phát triển nền kinh tế theo hướng bền vững cần đòi hỏi tái cơ cấu TTCK thành công để có thể trở thành một kênh huy động vốn hiệu quả cho nền kinh tế *“hướng đến mục tiêu phát triển bền vững, ưu tiên mục tiêu trung và dài hạn, chất lượng tăng trưởng; gắn tăng trưởng kinh tế với kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô”* [17, trang 23]. Như vậy có thể nói, trước tiên để phát triển TTCK, thị trường cần nền kinh tế có tốc độ và chất lượng tăng trưởng tốt, ưu tiên việc thực hiện chính sách tiền tệ, tài khoá chặt chẽ. Bên cạnh đó, là việc huy động nguồn lực phục vụ cho mục tiêu đầu tư phát triển trong đó là việc tạo môi trường thuận lợi để nâng cao hiệu quả sử dụng các nguồn vốn đầu tư; (iii) Quan điểm tái cấu trúc TTCK gắn với thị trường tài chính của Chính phủ là mở rộng tối đa phạm vi và cơ hội đầu tư tư nhân. TTCK gắn chặt sự phát triển với thị trường tài chính, trong đó quan trọng là cần tái cơ cấu hệ thống ngân hàng, trọng tâm là các tổ chức tín dụng trong thời gian tới. Trong giai đoạn 2013-2015 thì tập trung xử lý nợ xấu, đến năm 2020 phát triển thành hệ thống tín dụng đa năng, đa dạng về sở hữu, phù hợp với chuẩn mực quốc tế về hoạt động ngân hàng. Xét về nội dung đa dạng hoá loại hình dịch vụ và nâng cao trình độ phát triển của các ngành dịch vụ tài chính trong đó có dịch vụ tài chính-ngân hàng, dịch vụ chứng khoán có năng lực cạnh tranh trong tầm khu vực và quốc tế.

Thứ ba, từ quan điểm tái cơ cấu doanh nghiệp của Chính Phủ trong đó trọng tâm là các tập đoàn và tổng công ty Nhà nước có nội dung *“đẩy mạnh cổ phần hoá, đa dạng hoá sở hữu các doanh nghiệp Nhà nước mà Nhà nước không cần nắm giữ 100% sở hữu”* [142]. Như vậy, trong tương lai số lượng hàng hoá các mã cổ phiếu trên thị trường sẽ không ngừng gia tăng, trong đó ưu tiên đẩy mạnh, khuyến khích hình thành và phát triển các tập đoàn kinh tế tư nhân.

Thứ tư, từ quan điểm tái cấu trúc TTCK của Chính Phủ gồm các nội dung: (i) Tái cấu trúc cơ sở hàng hoá trên TTCK nhằm nâng cao chất lượng và đa dạng hoá các sản phẩm trên thị trường, tăng cường tính minh bạch trên thị trường chứng khoán, nâng cao chất lượng quản trị công ty, quản trị rủi ro tại các tổ chức phát hành cũng như đẩy mạnh công tác thanh tra, giám sát, xử lý vi phạm đối với các hoạt động liên quan đến phát hành, niêm yết, công bố thông tin, quản trị công ty trên TTCK; (ii) Tái cấu trúc

thị trường trái phiếu Chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, trái phiếu Chính quyền địa phương, trái phiếu doanh nghiệp; (iii) Tái cấu trúc cơ sở nhà đầu tư trong đó khuyến khích nhà đầu tư tổ chức, chuyên nghiệp, triển khai thí điểm quỹ hưu trí tự nguyện, quỹ hưu trí bổ sung, nâng cao chất lượng để công bố thông tin, tăng cường thanh tra và xử lý nghiêm hiện tượng thao túng, gian lận, lừa đảo, công bố thông tin sai lệch trên thị trường đồng thời nâng cao nhận thức xã hội về chứng khoán và TTCK, mở cửa thị trường dịch vụ chứng khoán theo các cam kết quốc tế; (iv) Tái cấu trúc tổ chức kinh doanh chứng khoán gồm 04 nhóm: nhóm hoạt động lành mạnh, nhóm bình thường, nhóm bị kiểm soát, và nhóm bị kiểm soát đặc biệt; (v) Tái cấu trúc tổ chức quản lý thị trường chuyển chức năng ngân hàng chi định thanh toán từ ngân hàng thương mại sang ngân hàng Nhà nước Việt Nam, phân tách thị trường theo hàng hoá giao dịch gồm một sàn giao dịch cổ phiếu và một sàn giao dịch trái phiếu, chứng khoán phái sinh.

Thứ năm, từ Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam giai đoạn 2010-2020 của Chính phủ đó là: (i) Tăng tính hiệu quả cho thị trường, hiện đại hóa cơ sở hạ tầng, công nghệ thông tin hướng tới thị trường hoàn thiện và hiện đại hóa; (ii) Nâng cao sức cạnh tranh các định chế tài chính trung gian; (iii) Tăng cường năng lực quản lý, giám sát, thanh tra, xử lý vi phạm, củng cố lòng tin của nhà đầu tư; (iv) Hoàn thiện hệ thống văn bản về Luật chứng khoán sửa đổi trong đó gia tăng mức độ tự do hóa thị trường; (v) Nhấn mạnh phát triển nhà đầu tư tổ chức gồm quỹ đầu tư, quỹ hưu trí, quỹ bảo hiểm; (vi) Tiếp tục khuyến khích nhà đầu tư cá nhân, thu hút nhà đầu tư nước ngoài khuyến khích có mục tiêu đầu tư dài hạn; (vii) Nâng cao sức cạnh tranh của tổ chức trung gian thị trường, nâng cấp và chuẩn hóa hệ thống quản trị rủi ro, củng cố lòng tin của NĐT.

Thứ sáu, dựa vào bài học kinh nghiệm phát triển thị trường của một số quốc gia ở Châu Á đó là: (i) Phát triển các loại chứng khoán phái sinh để đa dạng hoá cơ hội và giảm thiểu rủi ro cho NĐT kết nối với thị trường hàng hoá, ngân hàng, lãi suất, tỷ giá hối đoái; (ii) Tạo kênh đầu tư thông thoáng cho các công ty nước ngoài vào niêm yết đồng thời tạo cơ hội cho các công ty Việt Nam đến giao dịch ra nước ngoài; (iii) Ổn định về chính trị, đạt tiêu chuẩn cao về điều hành doanh nghiệp, chính sách phát triển

thị trường hiệu quả, không có giới hạn tối đa về quyền sở hữu của người nước ngoài; (iv) Đào tạo nhân sự cho thị trường và ứng dụng công nghệ thông tin vào giao dịch và quản lý; (v) Đa dạng các loại hàng hoá trên thị trường; (vi) Hoàn thiện các cơ chế bảo vệ nhà đầu tư, làm chặt chẽ các qui định công bố thông tin; (vii) Sát nhập hai SGDCK thành một SGDCK, SGD còn lại quản lý thị trường trái phiếu và chứng khoán phái sinh nhằm tăng nội lực, chuyên môn hóa hoạt động và quản trị rủi ro tốt hơn.

Thứ bảy, từ kết quả nghiên cứu của tác giả về thực trạng mối quan hệ giữa tăng trưởng và TTCK Việt Nam, cụ thể: (i) Các biến trong mô hình không dừng ở bậc gốc mà dừng ở bậc 1, độ trễ mô hình bằng 2 giai đoạn. TTCK, tăng trưởng kinh tế và các biến được chọn ở Việt Nam chịu sự tác động của sự kiện trong quá khứ; (ii) Kiểm định Trace và kiểm định Maximum-Eigenvalue đã chứng tỏ có tồn tại 1 vectơ đồng liên kết tại mức ý nghĩa 5%. Bởi vì tính đồng liên kết được tìm thấy, chứng tỏ có tồn tại mối quan hệ cân bằng dài hạn giữa các biến trong mô hình; (iii) Mô hình VECM thể hiện mối quan hệ này thông qua phương trình đồng liên kết, GDP ảnh hưởng tích cực với sự phát triển TTCK, tổng đầu tư trên GDP, nguồn cung tiền M2 trên GDP và CPI. Các hệ số đều có ý nghĩa thống kê. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, 1% tăng lên của sự phát triển TTCK có thể làm tăng khoảng 0,185% tăng lên cho tốc độ tăng trưởng kinh tế; (iv) Hệ số điều chỉnh sai số ECT của mô hình VECM đã chứng tỏ khoảng 0.1066% sự mất cân bằng của tăng trưởng kinh tế của Việt Nam ở quý trước sẽ được điều chỉnh ở quý tiếp theo (tuy vậy sự điều chỉnh này không đáng kể). Nếu có một sự mất cân bằng dương ở quý trước, tăng trưởng kinh tế sẽ tăng ở quý tiếp theo. Tương tự, ECT của phương trình còn lại sự phát triển TTCK mang dấu âm thể hiện khoảng 1.199% sự mất cân bằng của sự phát triển TTCK ở quý trước sẽ được điều chỉnh ở quý tiếp theo tuy nhiên sự điều chỉnh này cũng khá nhỏ, nếu có sự mất cân bằng dương ở quý trước, TTCK trong quý tiếp theo sẽ điều chỉnh giảm; (v) TTCK Việt Nam đã thể hiện được vai trò và tác động đóng góp cho GDP của nền kinh tế. Khi xem xét thành phần của sự phát triển TTCK ngoại trừ biến đo kích cỡ thị trường MACAP, có quan hệ nhân quả một chiều có thể tác động có ý nghĩa đến ECOGROWTH. Các biến khác như TRADEVA và TRADEMA đều không đủ bằng chứng để kết luận chúng có bất kỳ mối quan hệ nhân quả nào lên ECOGROWTH.

Điều đó cho thấy mối quan hệ một chiều từ STOCKDEV tác động đến ECOGROWTH là nhờ kích cỡ TTCK Việt Nam không ngừng gia tăng và có đóng góp cho tăng trưởng nhưng tính thanh khoản thị trường cũng như độ năng động của nó so với nền kinh tế vẫn còn là một câu hỏi đặt ra, thiết nghĩ cần tập trung giải pháp gia tăng tính thanh khoản và độ năng động của thị trường để STOCKDEV có thể đóng góp cho tăng trưởng kinh tế Việt Nam tốt hơn trong tương lai; (vi) Dựa vào hàm phản ứng sung của ECOGROWTH trước cú sốc của STOCKDEV cho thấy hàm phản ứng của tăng trưởng kinh tế (ECOGROWTH) trong cả thời kỳ 10 quý bị ảnh hưởng tích cực từ cú sốc dương của sự phát triển thị trường chứng khoán (STOCKDEV) từ giai đoạn 1 đến hết giai đoạn 3 trong đó tác động mạnh và đầy đủ nhất ở giai đoạn 3. Từ sau giai đoạn 3 trở đi là hiệu ứng giảm dần của STOCKDEV đối với ECOGROWTH (phản ứng của ECOGROWTH đối với cú sốc STOCKDEV vẫn là dương nhưng hiệu ứng giảm), đặc biệt giảm mạnh nhất vào giai đoạn 8. Sau đó có dấu hiệu không phản ứng trước cú sốc của TTCK từ giai đoạn 8 đến giai đoạn 10. Ngoài ra, đối với hàm phản ứng của sự phát triển TTCK đối với cú sốc của tăng trưởng kinh tế cho thấy phản ứng của sự phát triển TTCK đối với cú sốc của tăng trưởng kinh tế là dương nhưng có chiều hướng giảm ở giai đoạn 5 và 9. Ngoài ra, phản ứng của sự phát triển TTCK đối với cú sốc ECOGROWTH tốt nhất là vào giai đoạn 2. Sau đó có dấu hiệu suy giảm từ giai đoạn 4 đến giai đoạn 5, sau đó phục hồi nhẹ ở giai đoạn 6, 7, 8. Đặc biệt đáng lưu ý nhất là phản ứng của sự phát triển TTCK đối với cú sốc của tăng trưởng kinh tế là dương nhưng giảm sâu ở giai đoạn 9, sau đó mới được phục hồi và vươn lên ở giai đoạn 10. Như vậy, hàm phản ứng của sự phát triển TTCK đối với cú sốc của tăng trưởng kinh tế dù ở mức nào cũng thể hiện chiều hướng luôn dương và tác động tích cực đối với tăng trưởng kinh tế; (vii) Dựa vào phân rã phương sai, tác giả nhận thấy sự phát triển TTCK chỉ đóng góp một tỷ lệ nhỏ đối với tăng trưởng khi so sánh với các biến khác trong mô hình. Điều này cho thấy kích cỡ của TTCK Việt Nam còn nhỏ và tính thanh khoản và độ năng động cần được cải thiện trong thời gian tới.

4.3. NHỮNG GIẢI PHÁP CƠ BẢN NHẪM THÚC ĐẨY SỰ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN GẮN KẾT VỚI TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ TẠI VIỆT NAM

Dựa vào kết quả phỏng vấn sâu và bảng khảo sát những người đang hoạt động trên TTCK và công ty phát hành cũng như phân tích thực trạng phát triển TTCK, tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu, và kết quả ứng dụng mô hình vectơ hiệu chỉnh sai số nghiên cứu về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK được trình bày trong chương 3 của luận án, các quan điểm, mục tiêu phát triển TTCK gắn với tăng trưởng kinh tế được trình bày trong mục 4.1.2. Từ đó, luận án tổng kết những giải pháp nhằm phát triển TTCK gắn với tăng trưởng kinh tế trong thời gian tới. Luận án đứng trên việc đánh giá các đối tượng chính trên thị trường bao gồm về phía cung và phía cầu và sự can thiệp của Nhà nước đối với thị trường. *Đầu tiên*, sự can thiệp từ Nhà nước được đánh giá qua các cơ quan quản lý thị trường bao gồm chính là Chính Phủ, Bộ Tài Chính, UBCKNN và các SGDCK. *Thứ hai*, giải pháp từ phía cung gồm có công ty phát hành khát vốn để phục vụ sản xuất-kinh doanh, các tổ chức trung gian là công ty chứng khoán và quỹ đầu tư. Về phía cầu xuất phát từ các NĐT trong và ngoài nước. Cụ thể như sau:

4.3.1. Nhóm giải pháp đối với cơ quan quản lý Nhà nước

Nhóm giải pháp quan trọng nhất đối với cơ quan quản lý Nhà nước để phát triển TTCK Việt Nam là cần tập trung vào những yếu tố như qui mô và kích cỡ của TTCK, tính năng động, và tính thanh khoản thị trường bởi vì các yếu tố này đóng góp vai trò quan trọng cho sự phát triển cho thị trường. Vì thế thiết nghĩ Chính phủ cần thiết phải tìm giải pháp cho những nhân tố này. Trên thực tế, kích cỡ, sự đa dạng hoá của các loại hàng hoá trên thị trường cũng như khối lượng và giá trị giao dịch trên TTCK VN vẫn còn nhỏ và cần thời gian để phát triển cho sánh kịp với các nước trong khu vực. Để TTCK VN trở thành một thị trường hấp dẫn các nhà đầu tư trong và ngoài nước, thu hút các dòng ngân lưu vào, trở thành một trong những nền tảng khuyến khích nền kinh tế phát triển, điều này cần thiết phải có sự phối hợp tổ chức chặt chẽ của những nhà quản lý thị trường. Các giải pháp cụ thể như sau:

Thứ nhất, triển khai các loại chứng khoán phái sinh ở giai đoạn đầu như hợp đồng tương lai, quyền chọn mua và bán cổ phiếu... [16] nhằm giúp nhà đầu tư đa dạng hoá danh mục đầu tư, giảm thiểu rủi ro trên thị trường chẳng hạn khi thua lỗ trên thị trường cổ phiếu (khi thị trường giảm điểm), NĐT có thể phân tán rủi ro bằng cách mua sản phẩm quyền chọn bán do đó có thể thắng lớn trên thị trường quyền chọn giảm rủi ro ở thị trường cổ phiếu. Trong và sau giai đoạn khủng hoảng tài chính, NĐT còn nhiều e ngại để giải ngân vốn vào việc đầu tư các loại cổ phiếu thì việc giới thiệu các sản phẩm chứng khoán phái sinh sẽ giúp đa dạng hoá các hàng hoá trên TTCK, thu hút nhiều hơn các đối tượng NĐT chẳng hạn như ở một số nước Châu Á như Đài Loan một điểm quyền chọn khoảng 30.000 đồng Việt Nam, những người có thu nhập thấp, trung bình dễ dàng mua bán thay đổi khi dự đoán thị trường tăng hay giảm điểm hàng ngày. Sự ra đời chứng khoán phái sinh giúp TTCK truyền thống cải thiện không ngừng như số lượng và chất lượng hàng hoá, trình độ quản lý, chất lượng nguồn nhân lực, cơ sở vật chất, công nghệ và giải pháp thu hút NĐT.

Thứ hai, việc xem xét lại chỉ số chứng khoán cơ bản và quan trọng như chỉ số VN-Index dựa phần lớn vào qui mô vốn hoá thị trường của doanh nghiệp chưa xem xét tính thanh khoản của cổ phiếu đó như mức độ về giá trị giao dịch, độ năng động hay tốc độ luân chuyển (quay vòng) của cổ phiếu đó để thể hiện chính xác hơn sự phát triển của thị trường thông qua chỉ số tổng hợp này. Bởi vì trên thực tế có nhiều mã cổ phiếu có giá trị vốn hoá lớn nhưng tính thanh khoản khá thấp. Bên cạnh đó, cần phân nhóm các ngành nghề và có chỉ số phát triển từng nhóm ngành nghề cụ thể. Trong đó cho phép nhà đầu tư được bán chứng khoán vào ngày T+2 để tăng độ sôi động cho thị trường.

Thứ ba, cần sàng lọc lại các công ty niêm yết và nâng cao tiêu chuẩn của các doanh nghiệp niêm yết [14]. Hiện Việt Nam có số lượng công ty cổ phần niêm yết lớn khoảng 715 công ty tính đến tháng 7 năm 2013. Các công ty này có vốn tương đối nhỏ và một số có kết quả hoạt động chưa hiệu quả. Vì vậy cần nâng tiêu chuẩn niêm yết chẳng hạn ở sàn TP HCM nâng từ tiêu chuẩn 80 tỷ lên 200 tỷ, ở sàn Hà Nội từ 10 tỷ lên 50 tỷ đồng. Các công ty buộc phải tăng vốn, sát nhập và nâng cao hiệu quả kinh doanh để có thể trụ vững trên thị trường. Trên cơ sở hoàn thiện hệ thống pháp luật về

chứng khoán và TTCK sao cho đồng bộ, có hiệu lực pháp lý cao, nhất quán với các văn bản luật khác. Đồng thời giải pháp cũng nhấn mạnh mô hình sở hữu chứng khoán Việt Nam, từng bước chuyển Sở giao dịch chứng khoán từ hình thức công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên sang công ty cổ phần.

Thứ tư, cần tăng cường hội nhập TTCK Việt Nam với thế giới. Sử dụng thông lệ quốc tế để tạo dựng hành lang pháp lý phù hợp giữa các doanh nghiệp Việt Nam và nước ngoài dễ dàng niêm yết ở các SGD lẫn nhau [12]. Đồng thời Chính Phủ và UBCKNN cần tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc niêm yết diễn ra thuận lợi, tăng cường sự thu hút đối với NĐT nước ngoài đặc biệt là các Quỹ đầu tư lớn trên thế giới nhằm nâng cao tính thanh khoản và tạo hàng hoá đa dạng cho thị trường gia tăng kết nối niêm yết cho các công ty cổ phần Việt Nam ra khu vực và thế giới, đưa thị trường gần hơn với các tiêu chuẩn và hội nhập quốc tế chẳng hạn như TTCK Việt Nam cần kết nối với Singapore và các nước khu vực Châu Á Thái Bình Dương mà trước tiên là các nước trong khu vực ASEAN nhằm mục đích đáp ứng mạnh hơn nhu cầu về vốn cho phát triển kinh tế đồng thời giữ vững và nâng cao vị thế của mình trong khu vực. Trên cơ sở phát triển các SGDCK và TTLKCK cho phù hợp với thông lệ quốc tế, đẩy mạnh hiện đại hóa công nghệ chứng khoán bằng cách tăng cường và áp dụng các thông lệ, chuẩn mực quốc tế về hoạt động kinh doanh chứng khoán, tổ chức kế toán-kiểm toán, điều hành doanh nghiệp của mình. Phát triển các cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin áp dụng cho các tổ chức kinh doanh và dịch vụ chứng khoán; tăng cường ứng dụng CNTT trong công tác quản lý, điều hành thị trường, tăng cường liên kết đa phương và song phương với khu vực và thế giới. Đồng thời đối xử bình đẳng NĐT nước ngoài giống như các NĐT trong nước. Là thị trường ra đời sau so với nhiều nước trong khu vực và trên thế giới, Việt Nam có lợi thế có thể học hỏi mô hình phát triển, pháp luật về chứng khoán và TTCK của các nước để hội nhập tốt hơn.

Thứ năm, nâng cao hiệu quả công tác quản lý và giám sát thị trường của UBCKNN. Như vậy cần tăng cường sự giám sát ở một số hoạt động quan trọng như giao dịch nội gián, ưu tiên lệnh NĐT có tổ chức và NĐT có khối lượng giao dịch lớn trước NĐT nhỏ lẻ, thông tin công bố thiếu minh bạch và còn sai lệch, tiết lộ thông tin nội bộ, sự không công bằng trong việc đối xử giữa cổ đông lớn và nhỏ, hối lộ bằng

quyền mua cổ phiếu, chậm công bố thông tin, giao dịch nhưng không công bố thông tin của cổ đông nội bộ, cổ đông lớn. Chẳng hạn như giao dịch nhưng không công bố thông tin của VTV, làm giá cổ phiếu của HTV, AAA, DVD...[137]. Do đó cần chế tài mạnh mẽ và đủ sức răn đe. Vì hiện tượng này đang trở nên phổ biến tuy nhiên chế tài không đủ mạnh. Các quy định về kiểm soát và giám sát giữa các Bộ, Ngành thiếu tính đồng bộ và sự phối hợp liên ngành để kiểm soát thị trường chưa được tốt, năng lực quản lý vẫn còn yếu. Hiện nay, lĩnh vực thanh tra chứng khoán và xử lý vi phạm, đã có Nghị định 17/2000/NĐ-CP [151] về tổ chức và hoạt động của Thanh tra chứng khoán, Nghị định số 22/2000/NĐ-CP [152] về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK. Việc tiếp tục hoàn chỉnh các biện pháp chế tài trong thanh tra và xử lý vi phạm về các nghiệp vụ: công bố thông tin, đăng ký niêm yết, phát hành, giao dịch, kinh doanh, tự doanh, lưu ký, thanh toán bù trừ đối với cá nhân và tổ chức trong và ngoài nước một cách thường xuyên và phối hợp chặt chẽ với các Ban ngành liên quan sẽ hạn chế sai phạm giúp thị trường phát triển ổn định và đúng pháp luật. Đồng thời, tăng cường hoạt động Bộ phận giám sát tại các CTCK và SGDCK, phải phối hợp với Thanh tra UBCK NN, và Bộ phận thông tin thị trường của UBCKNN giúp ngăn chặn kịp thời các vi phạm phát sinh trong quá trình giao dịch kịp thời.

Thứ sáu, cần tăng cường giám sát các Quỹ đầu tư CK đặc biệt là các Quỹ đầu tư nước ngoài [21] cụ thể: (i) Ban hành qui định rõ ràng, cụ thể về mức xử phạt và qui định trong công bố thông tin, tuân thủ qui trình chặt chẽ về đặt lệnh chứng khoán, lưu ký, thanh toán để công khai minh bạch; (ii) Ban hành qui định rõ ràng, cụ thể về mức xử phạt và qui định trong công bố thông tin, tuân thủ qui trình chặt chẽ về đặt lệnh chứng khoán, lưu ký, thanh toán để công khai minh bạch, theo đúng Luật chứng khoán tỷ lệ sở hữu, phối hợp với Ngân hàng Nhà nước để kiểm soát lượng tiền; (iii) Ban hành cơ chế tài chính phù hợp với UBCK, các SGDCK, TTLKCK để phù hợp hơn với xu thế phát triển, linh hoạt đáp ứng nhu cầu NĐT, khuyến khích cán bộ làm việc lâu dài và cống hiến cho các cơ quan quản lý; (iv) Giám sát các NHTM trong quản trị rủi ro, kinh doanh các sản phẩm Repo, cho vay và cầm cố CKNY. Sử dụng công cụ quản lý thích hợp để tăng cường giám sát luồng vốn nước ngoài vào TTCK trong mối liên hệ với thị trường tiền tệ.

Thứ bảy, đối với giải pháp phổ cập đào tạo và tuyên truyền kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán:

Hiện các khoá đào tạo chỉ dừng ở chứng chỉ hành nghề cho nhân viên của các CTCK, các Quỹ đầu tư hay các sinh viên học chuyên ngành tài chính-chứng khoán. Vì vậy, thiết nghĩ cần cung cấp thêm các khoá học, hội thảo theo chuyên đề nhằm phổ cập kiến thức cho các NĐT tại các CTCK, Quỹ đầu tư...rộng rãi trên các phương tiện thông tin đại chúng. Tại các trường đại học mở rộng môn học TTCK cho các ngành cần thiết để phổ cập kiến thức chứng khoán và TTCK cho sinh viên của mình. Ngoài ra, điều này còn gắn với giải pháp mở rộng và phát triển các Quỹ đầu tư chuyên nghiệp nhằm giúp tư vấn cho các NĐT hay cá nhân nhỏ lẻ chưa thật am hiểu về thị trường cũng như giúp họ đầu tư vào các danh mục hiệu quả. Nếu như đa số người dân, NĐT, cá nhân đều am hiểu và có kiến thức tốt, cũng như biết cách quản trị rủi ro và xây dựng danh mục đầu tư hiệu quả cho mình, TTCK Việt Nam sẽ phát triển ổn định và bền vững hơn trong tương lai. Các khóa học nâng cao cần tiếp tục triển khai về TTCK Việt Nam và khu vực như cảm nang đầu tư chứng khoán, phân tích cơ bản và kỹ thuật trong đầu tư chứng khoán, quản trị rủi ro, pháp luật về chứng khoán... UBCKNN có thể liên kết mở các Game show, các trò chơi trên truyền hình, buổi giảng kiến thức chứng khoán trên truyền hình với mục tiêu cung cấp kiến thức cơ bản, gia tăng tầm hiểu biết cho công dân về chứng khoán và đầu tư chứng khoán. Khuyến khích các phương tiện thông tin đại chúng đưa tin về các loại chứng khoán và TTCK. Ngoài ra, cũng có thể mở lớp học miễn phí hay các câu lạc bộ về chứng khoán trong cộng đồng. Cũng cần bồi dưỡng đội ngũ giảng dạy, gửi một số cán bộ có năng lực tham gia đào tạo tại các SGDCK phát triển. Hơn nữa cần thống nhất giáo trình về chứng khoán và thị trường chứng khoán, pháp luật chứng khoán, phân tích đầu tư chứng khoán cho các trung tâm cung cấp chứng chỉ hành nghề của UBCK NN và các trường đại học nhằm tạo điều kiện chuẩn hóa kiến thức cho nhân viên hành nghề chứng khoán trong tương lai.

Thứ tám, cần tăng cường tính minh bạch cho thị trường, nhằm đảm bảo cho tất cả các bên tham gia thị trường đều được tiếp cận với các nguồn thông tin cần thiết từ đó xây dựng danh mục đầu tư có căn cứ khoa học hơn, các chủ thể đều công bằng khi

tham gia thị trường. Vì thế một thị trường minh bạch cần tăng cường niềm tin của công chúng, thúc đẩy NĐT tham gia thị trường một cách tích cực qua đó cũng thu hút các NĐT từ nước ngoài nhằm hạ thấp chi phí vốn, ngăn chặn sự biến động lớn của các luồng vốn. Bộ Tài chính ban hành Thông tư 29/2005/TT-BTC ngày 14/4/2005 [164] hướng dẫn quy chế công khai tài chính về bảng cân đối kế toán, báo cáo kết quả kinh doanh, các chỉ tiêu về tỷ suất lợi nhuận, tỷ lệ nợ... đối với các công ty có sử dụng vốn Nhà nước. Do đó cần ban hành bổ sung các quy định cho các CTCP và các CTCP có niêm yết. Ngoài qui định về kiểm toán độc lập, cần có qui định quyền của NĐT có quyền khởi kiện công ty công bố thông tin không đúng làm sai lệch quyết định đầu tư. Các công ty cần sử dụng hệ thống website, tờ báo kinh tế, website Sở giao dịch, UBCKNN, công ty chuyên cung cấp thông tin Vietstock, cổ phiếu 68... công bố thường xuyên thông tin, nắm bắt tình hình chiến lược kinh doanh, mục tiêu phát triển, kết quả kinh doanh... Trong đó nhấn mạnh việc thành lập Trung tâm công bố thông tin trực thuộc quản lý của UBCKNN để đảm bảo sự khách quan và chuyên nghiệp, có cơ chế giám sát và quản lý bản tin của các CTCK tạo niềm tin NĐT giảm tác hại của thông tin bất đối xứng.

Thứ chín, cần bình ổn các biến số kinh tế vĩ mô như kinh tế phát triển ổn định, khu vực ngân hàng tăng trưởng tốt, công ty cổ phần phát triển lành mạnh sẽ cung cấp hàng hoá có chất lượng cho TTCK. Cụ thể như sau:

Một là, cần thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài vào cho các ngành sản xuất công nghiệp đặc biệt là thu hút dòng vốn đầu tư trong và ngoài nước vào thị trường chứng khoán bằng cách tạo môi trường đầu tư và môi trường pháp lý ổn định. Đảm bảo sự minh bạch thông tin xuyên suốt và liên tục cho các NĐT.

Hai là, cần tăng cường chất lượng hàng hoá trên thị trường bằng những cổ phiếu của những công ty niêm yết có qui mô vốn lớn song song với quá trình cổ phần hoá các doanh nghiệp. Có thể tăng số lượng hàng hoá trên TTCK bằng việc phát triển chứng khoán nợ như trái phiếu ngân hàng thương mại, trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu Chính phủ. Riêng trái phiếu Chính phủ đa dạng hóa nhiều hình thức với lãi suất cố định, lãi suất thả nổi, loại có bảo đảm, loại kèm với chứng quyền, trái phiếu chuyển đổi qua một năm có thể chuyển thành cổ phiếu theo một tỷ lệ được qui định trước với

trái chủ. Số lượng các loại trái phiếu đặc biệt là trái phiếu doanh nghiệp cần gia tăng, tạo tính thanh khoản và kênh đa dạng hóa đầu tư cho thị trường. Đối với trái phiếu Chính phủ hiện việc định lãi suất còn quá thấp. Một số ngân hàng thương mại không thể giải ngân cho doanh nghiệp vay vốn, họ tham gia đợt đấu thầu trái phiếu Kho bạc nhằm mua trái phiếu Chính phủ. Do đó, cần chú trọng thực hiện đấu thầu công khai, minh bạch, có tính cạnh tranh cao. Khi mời thầu cần đa dạng hóa các đối tượng dự thầu là các tổ chức, cá nhân, tập thể cùng tham gia, định giá và định ra mức trái tức hợp lý theo giá thị trường cũng như cần nhiều giải pháp kích cầu phù hợp mới tạo nên một thị trường trái phiếu sôi động. Điều đó, tạo động lực để gia tăng việc phát hành trái phiếu. Các tổ chức phát hành trái phiếu có thể lựa chọn nhiều hình thức đấu thầu như trực tiếp tại tổ chức phát hành, đấu thầu thông qua tổ chức tài chính trung gian, hoặc thông qua SGDCK với hình thức cạnh tranh lãi suất hay kết hợp cạnh tranh lãi suất với phi cạnh tranh lãi suất. Còn trái phiếu ngân hàng cũng là kênh huy động vốn cho các ngân hàng thương mại mà hiện các NĐT rất quan tâm vì vậy trong tương lai cần có cơ chế đảm bảo cho cả NĐT và công ty hay tổ chức phát hành, quy định rõ về hoạt động bảo lãnh phát hành, cơ chế công bố thông tin kịp thời nhằm gia tăng niềm tin cho NĐT về kênh huy động trái phiếu. Do đó, vai trò của các CTCK và định chế tài chính trong việc bảo lãnh phát hành trái phiếu, tư vấn phương án phát hành, lựa chọn doanh nghiệp tốt để thực hiện bảo lãnh phát hành trái phiếu và nâng cao trách nhiệm của tổ chức phát hành về cung cấp thông tin trái phiếu cho NĐT. Về lâu dài, cần nâng cao tiêu chuẩn các loại trái phiếu của Việt Nam đủ đáp ứng các yêu cầu tham gia vào thị trường quốc tế, đó cũng là giải pháp nâng cao chất lượng trái phiếu để có thể niêm yết được và giao dịch trên thị trường khu vực và thế giới.

Ba là, tiếp tục chính sách kiểm soát lạm phát, chi tiêu Chính phủ một cách chọn lọc cho các dự án quan trọng để đảm bảo tạo cơ sở hạ tầng vững chắc cho phát triển TTCK và phát triển kinh tế. Các biện pháp đề ra là chính sách thắt chặt tiền tệ và chính sách điều hành giá cả, hỗ trợ sản xuất tạo ra nhiều hàng hoá cho tiêu dùng để giảm giá. Cụ thể là điều hành giá các mặt hàng quan trọng trong rổ hàng hoá như xăng dầu, vàng, thép phôi... đồng thời giảm cung tiền, hạn chế tăng trưởng tín dụng và gia tăng lãi suất tạm thời, hạn chế tăng trưởng kinh tế có thể làm giảm lượng tiền đầu tư vào

TTCK nhưng về dài hạn sẽ tốt vì tạo ra sự ổn định cần thiết cho phát triển kinh tế, những công ty hoạt động kém hiệu quả không thể tồn tại, giải pháp này còn giúp thanh lọc thị trường, tạo cơ hội cho các công ty muốn niêm yết cổ phiếu phải tiết kiệm chi phí, cố gắng đầu tư kinh doanh hiệu quả và có trọng tâm.

Thứ mười, nhằm đảm bảo cho TTCK phát triển ổn định, lành mạnh, đồng bộ với thị trường tiền tệ, góp phần bình ổn thị trường, tiếp tục đẩy mạnh cổ phần hóa, sắp xếp lại DNNN, có cơ chế rõ ràng để giúp DN tiếp cận nguồn vốn quốc tế thông qua việc niêm yết trực tiếp hoặc gián tiếp, tiếp cận được nguồn vốn dài hạn và ổn định, tháo gỡ khó khăn, thúc đẩy phát triển TTCK; hoàn thiện các thể chế chính sách, hỗ trợ thông tin, đặc biệt là vấn đề liên quan đến niêm yết, công bố thông tin, báo cáo tài chính đối với công ty niêm yết, công ty chứng khoán.

Thứ mười một, cần định hướng phát triển đồng thời thị trường tiền tệ và TTCK bởi hai thị trường này có mối quan hệ chặt chẽ với nhau, cung cấp nhu cầu về tín dụng ngắn hạn chủ yếu qua hệ thống ngân hàng. Những quốc gia có thị trường tiền tệ mạnh là những quốc gia có TTCK phát triển, nó ra đời trước và tạo tiền đề cần thiết cho TTCK phát triển. Trên thực tế có rất nhiều sản phẩm được triển khai kết hợp giữa hai thị trường này, một số sản phẩm CTCK liên kết với ngân hàng như cho vay cầm cố chứng khoán niêm yết, triển khai các sản phẩm chứng khoán phái sinh như hợp đồng tương lai và quyền chọn liên kết giữa lãi suất, tỷ giá hối đoái, và chỉ số giá chứng khoán... Hoạt động các thị trường bổ sung cho nhau mang lại sự đa dạng cho các sản phẩm của TTCK. Các thị trường tài chính phát triển trên thế giới đều diễn ra đồng thời qua việc huy động vốn qua hai kênh thị trường tiền tệ và thị trường vốn. Trong đó, việc huy động vốn qua ngân hàng thường chiếm khoảng 60%-70% nhu cầu vốn của nền kinh tế. Do đó với TTCK còn khá nhỏ như Việt Nam, phát triển thị trường tiền tệ song song với TTCK sẽ bổ sung và đáp ứng nhu cầu vốn ngắn hạn và dài hạn cho nền kinh tế.

Thứ mười hai, thực hiện có hiệu quả việc quản lý luồng vốn. Cơ cấu vốn bao gồm hai thành phần vốn trong nước và vốn từ nước ngoài. Nguồn vốn huy động trong nước chủ yếu từ nguồn vốn tiết kiệm của công chúng, việc thành lập định chế tài chính trung gian sẽ thu hút nguồn vốn tuy có giới hạn này nhưng rất tiềm năng, tạo nền tảng vững

chắc cho thị trường vốn phát triển. Nguồn vốn có khối lượng lớn hơn đi kèm tiến bộ kỹ thuật-công nghệ, trình độ quản lý tiên tiến là nguồn vốn ngoài nước. Đặc biệt chảy mạnh vào các quốc gia đang phát triển và thị trường mới nổi để phục vụ nhu cầu chi tiêu, phát triển hình thức đầu tư... trong các quốc gia này. Do đó rất cần chính sách quản lý luồng vốn phù hợp tránh các nguy cơ như: lạm phát tăng cao, khủng hoảng tài chính, các tổn thương kinh tế, bùng nổ tín dụng, mất cân đối cán cân thanh toán....

”Nhiều bài học rút ra về sự tự do hóa các giao dịch vốn và vấn đề rối loạn kinh tế đã đưa đến kết luận chung là quá trình tự do hóa, hội nhập là tất yếu nhưng phải tương thích với khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế, khả năng quản lý hệ thống ngân hàng, khuôn khổ pháp luật của mỗi quốc gia...” [12, trang 138]. Thực hiện được điều này mới sử dụng các nguồn vốn phục vụ mục tiêu tăng trưởng ổn định.

Thứ mười ba, phối hợp chặt chẽ hoạt động của các cơ quan quản lý Nhà nước bao gồm Bộ tài chính, Bộ tư pháp, Ngân hàng Nhà nước, Ủy Ban chứng khoán Nhà nước. Sự hội nhập luồng vốn quốc tế sẽ kéo theo nhiều hiện tượng về lũng đoạn thị trường, rửa tiền, lừa đảo quốc tế... Do đó, cần thiết phải có sự phối hợp chặt chẽ giữa Bộ tư pháp và UBCKNN trong cơ chế thông báo công khai, giám sát để TTCK cho sự hội nhập an toàn. Ngoài ra, UBCKNN, Ngân hàng Nhà nước, Bộ tài chính cần phối hợp triển khai phương tiện kỹ thuật, thanh toán hiện đại phù hợp với thông lệ quốc tế, thiết lập các qui định về chế độ kế toán tài chính và kiểm toán cho SGDCK và các CTCK phù hợp. Trên tinh thần bảo vệ hệ thống tránh rủi ro, tăng cường sự công bằng trong tiếp cận thông tin, tránh sự bất ổn mang tính hệ thống, bảo vệ quyền lợi NĐT khỏi hành vi cơ hội của những người cung cấp dịch vụ tài chính, sự liên kết chặt chẽ và hình thành qui chế liên kết là điều kiện then chốt cho TTCK phát triển ổn định, bền vững.

Thứ mười bốn, ngày càng hiện đại hóa hạ tầng kỹ thuật, thiết lập hệ thống cảnh báo sớm và thiết lập trung tâm dữ liệu dự phòng. Đó là các cơ sở hạ tầng cho sự phát triển TTCK, sử dụng công nghệ giao dịch hiện đại có thể xử lý giao dịch mang tính quốc tế, trung tâm dữ liệu lớn và tốc độ truy cập nhanh. Hệ thống kỹ thuật hiện đại giúp nhà quản lý nắm bắt thông tin kịp thời, xử lý tình huống giao dịch phát sinh được nhanh chóng. Quan trọng là hệ thống cảnh báo dựa trên nguyên tắc theo dõi, dự báo và quản

trị rủi ro cho hệ thống. Chú trọng đào tạo cán bộ nâng cao ứng dụng công nghệ thông tin trong quản lý, vận hành có khả năng xử lý các biến cố trên thị trường một cách tổng thể, tránh xảy ra khủng hoảng, giúp giao dịch diễn ra nhanh chóng, an toàn.

Thứ mười lăm, đối với việc phát triển các định chế tài chính trung gian như các quỹ đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, cần ban hành qui định rõ ràng về hoạt động các quỹ, khuyến khích thành lập các quỹ đầu tư của các định chế tài chính trung gian như NHTM, công ty bảo hiểm, công ty tài chính. Cần có biện pháp giảm thuế thu nhập trong thời gian đầu hoạt động, giảm các chi phí thành lập và qui định vốn điều lệ nhỏ, cũng như đơn giản các thủ tục hành chính. Song song là việc khuyến khích thành lập các công ty quản lý quỹ.

Thứ mười sáu, mở rộng quy mô và nâng cấp thị trường giao dịch chứng khoán chưa niêm yết UPCOM tại SGDCK Hà Nội vì đây là kênh huy động vốn hiệu quả cho các công ty vừa và nhỏ, và những công ty chưa có đủ điều kiện niêm yết trên TTCK cần tập trung chính thức, qui định chặt chẽ về việc chuyển nhượng cổ phần trên UPCOM, khuyến khích các công ty con của các tập đoàn hay tổng công ty lớn niêm yết tại UPCOM. Đây cũng là kênh giúp gia tăng tính thanh khoản vì vậy doanh nghiệp cần chú trọng công bố thông tin thường xuyên.

Thứ mười bảy, hình thành tổ chức định mức tín nhiệm cho TTCK Việt Nam là cần thiết giúp NĐT có căn cứ phân loại các công ty niêm yết, căn cứ NĐT nước ngoài đầu tư vốn vào TTCK Việt Nam, các tổ chức này đi gần với tiêu chuẩn hội nhập khu vực và quốc tế giúp các công ty niêm yết có cơ hội vươn ra thị trường vốn quốc tế. Có thể triển khai dưới hình thức liên doanh với một số tổ chức tín nhiệm quốc tế cho phép hoạt động tại Việt Nam. Đồng thời, khuyến khích các công ty tư vấn chứng khoán, hiệp hội nhà phân tích chứng khoán... giúp NĐT đánh giá chính xác hơn các quyết định đầu tư của mình, cũng giúp cho TTCK Việt Nam phát triển và hội nhập tốt hơn.

Thứ mười tám, từng bước cần chuyển chức năng ngân hàng chỉ định thanh toán từ Ngân hàng thương mại sang Ngân hàng Nhà nước Việt Nam theo thông lệ quốc tế, phân tách thị trường theo hàng hoá giao dịch gồm một sàn giao dịch cổ phiếu và một sàn giao dịch trái phiếu và chứng khoán phái sinh bởi vì việc tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán phái sinh cơ bản về hợp đồng quyền chọn và hợp đồng tương lai cần

có sự chuyên sâu và chuyên nghiệp từ một SGDCK. *Ngoài ra*, cần tiếp tục gia tăng việc đầu tư công nghệ, đào tạo sản phẩm mới, huấn luyện nhân viên bằng cách mời chuyên gia từ nước ngoài về để đào tạo hoặc đưa cán bộ sang SGDCK tiên tiến để thực hiện việc đào tạo.

Ngoài ra, còn một số giải pháp khác tập trung về việc tăng cường hoạt động của các định chế tài chính trung gian, sự minh bạch về thông tin cần có cơ chế giám sát và kiểm soát bởi xét cho cùng mục tiêu của việc hình thành và phát triển TTCK là phục vụ cho chiến lược phát triển kinh tế, khai thác tiềm lực tài chính và thu hút các nguồn vốn trong và ngoài nước. Đồng thời, tăng cường công khai minh bạch về thông tin, lập Hiệp hội bảo vệ nhà đầu tư, đẩy mạnh phát triển các công cụ phái sinh trên TTCK để giảm thiểu rủi ro cho các khoản đầu tư chống lại những rủi ro do sự sụt giảm giá bất ngờ hay thua lỗ của việc đầu tư chứng khoán. Các giải pháp được đưa ra một mặt học hỏi được kinh nghiệm của các nước phát triển, mặt khác tạo một sân chơi bình đẳng giúp các nhà đầu tư tin tưởng hơn khi tham gia TTCK Việt Nam nhằm giúp thị trường phát triển ổn định và bền vững tạo điều kiện đưa nền kinh tế nước ta phát triển nhanh, bền vững và giàu mạnh.

4.3.2. Nhóm giải pháp đến từ phía cung

4.3.2.1. Công ty phát hành cổ phiếu

Rõ ràng việc huy động vốn trên TTCK sẽ giúp công ty phát hành có nguồn vốn phục vụ kinh doanh với giá rẻ và số lượng dồi dào. Tuy nhiên, khi nguồn vốn đã đủ, công ty nên nhấn mạnh việc quản trị tốt doanh nghiệp, phát triển dự án nhiều tiềm năng, thường xuyên công bố thông tin đảm bảo tiêu chuẩn cho nhà đầu tư. Đối với việc huy động vốn tăng thêm cần có kế hoạch rõ ràng cho mục đích sử dụng, phương án bán cổ phiếu, báo cáo tài chính về hiện trạng công ty, mở rộng thành công dự án kinh doanh để nâng giá cổ phiếu trên thị trường. Đối với các công ty quản trị không tốt vào diện cổ phiếu bị kiểm soát, cần họp cổ đông xin ý kiến và tái cơ cấu hoạt động, trung thực với các cổ đông. Áp dụng các quy chuẩn kiểm toán quốc tế cho công ty của mình.

Ban quản trị các công ty cổ phần nếu tự tin thực hiện việc chào bán ra công chúng cần có phương án phát hành và bán cổ phần phù hợp. Một số công ty còn bị nhiều yếu

tổ tâm lý chi phối như sợ bị mất quyền kiểm soát, chi trả cổ tức, sợ công bố thông tin minh bạch, chỉ dám chuyển nhượng cổ phần cho người tin cậy, người thân, không dám chuyển nhượng ra bên ngoài... Do đó nhiều công ty vẫn ưu tiên kênh huy động bằng cách vay từ ngân hàng do số tiền trả lãi đối với ngân hàng được hạch toán vào chi phí và không cần bị thuế thu nhập. Muốn phát triển doanh nghiệp của họ lên tầm cao mới, thu hút vốn để thực hiện nhiều dự án kinh doanh hơn, cần mạnh dạn nhờ công ty tư vấn về các vấn đề liên quan đến niêm yết cổ phiếu và cách thức sử dụng vốn hiệu quả. Nếu công ty có chỗ đứng trên thị trường, làm nên ăn ra, giá trị cổ phần họ nắm giữ cũng ngày càng gia tăng trên thị trường.

Rõ ràng những công ty phát hành lành mạnh sẽ cung cấp hàng hóa có chất lượng cao cho TTCK, các công ty phát hành minh bạch về tài chính, tiềm năng hoạt động và dự án kinh doanh có khả năng sinh lãi cao sẽ thu hút NĐT không chỉ trong và ngoài nước. Do đó, các công ty phát hành khuyến khích quản trị công ty minh bạch bao gồm nguyên tắc xác định quyền lợi và trách nhiệm giữa các cổ đông, nhà quản lý, chủ nợ cùng những bên liên quan... Việc cung cấp thông tin minh bạch về cơ cấu sở hữu vốn, bảo vệ và quản lý các cổ đông, tài chính của công ty, các chủ nợ, chiến lược kinh doanh rõ ràng, đúng đắn, cách thức công bố thông tin thường xuyên, trung thực sẽ góp phần gia tăng uy tín của công ty trên thương trường. Qua đó, công việc kinh doanh cũng thuận lợi hơn. Đối với các nội dung chưa vững, cần nhờ sự tư vấn tổ chức quốc tế về quản trị và điều hành doanh nghiệp cổ phần có niêm yết cổ phiếu trên TTCK.

4.3.2.2. Giải pháp cho các công ty chứng khoán và Quỹ đầu tư

Thứ nhất, nhằm gia tăng độ năng động cho thị trường cần khuyến khích nhà đầu tư nội địa tham gia hơn nữa vào thị trường thì TTCK mới là một kênh huy động vốn nhân rồi trong dân cư vì thế các dịch vụ khách hàng, môi giới và tư vấn đầu tư nhằm tư vấn mã cổ phiếu, xác định giá chứng khoán chính xác, hợp lý, duy trì và ổn định giao dịch liên tục cho chứng khoán niêm yết, đồng thời nâng cao chất lượng phục vụ và dịch vụ tại các CTCK. Đối với các công ty này, năng lực tài chính và năng lực hoạt động đóng vai trò quan trọng. Trong tình hình thị trường còn nhiều biến động cần củng cố, hoạt động quản trị rủi ro đặc biệt đối với các nhóm sản phẩm Repo cổ phiếu, cầm cố cho vay chứng khoán niêm yết, bán khống. Do đó việc tăng cường nhân lực quản trị rủi ro

cho các sản phẩm của khách hàng giúp cảnh báo rủi ro cho khách hàng và CTCK. Qua đó cũng gia tăng niềm tin của NĐT đối với các CTCK.

Thứ hai, đối với các Nhà đầu tư nước ngoài hiện TTCK Việt Nam đang khuyến khích nhà đầu tư tổ chức nước ngoài chuyên nghiệp phối hợp với một số tổ chức trong nước nhằm triển khai các quỹ đầu tư đó là các quỹ đầu tư dạng mở, quỹ đầu tư bất động sản, sản phẩm bảo hiểm liên kết đầu tư, quỹ hưu trí tự nguyện... TTCK Việt Nam có nhiều tiềm năng và nhiều cơ hội đầu tư trong tương lai. Việc không ngừng cải tiến trong chất lượng công bố thông tin, dịch vụ môi giới và tư vấn, thường xuyên cơ cấu danh mục đầu tư vào những mã cổ phiếu có nền tảng vững chắc và những ngành kinh doanh có tiềm năng phát triển trong tương lai. Điều này sẽ góp phần thay đổi cách thức đầu tư và thu hút vốn đồng thời sẽ tạo nguồn vốn vững chắc cho TTCK Việt Nam. Đối với việc quản lý NĐT nước ngoài, ở các nước phát triển thường cấp thẻ đầu tư cho các NĐT cá nhân và định chế nước ngoài. Nếu NĐT sở hữu 5%-10% cổ phiếu đang lưu hành phải báo cáo lên Bộ tài chính. Khi phía nước ngoài đạt giao dịch đến mức giới hạn cho phép thiết lập cơ chế ngừng giao dịch tự động và quản lý tốt hơn NĐT nước ngoài.

Nhóm giải pháp này nhằm nâng cao năng lực tài chính, hoàn thiện hệ thống công nghệ thông tin, và chất lượng đội ngũ nhân sự. Cụ thể như sau: (i) Hiện tại có khoảng 80% CTCK gặp khó khăn về tài chính, những công ty lớn và uy tín có thị phần môi giới lớn nhất thì năng lực tài chính hiện tốt, do đó cần tìm giải pháp tăng vốn, kêu gọi sự góp vốn cổ đông hoặc sát nhập hoạt động để tăng vốn, đặc biệt cần cẩn trọng trong hoạt động tự doanh cổ phiếu vì đa phần công ty bị thua lỗ do hoạt động này [13, trang 127]; (ii) Vấn đề công nghệ hiện nay đối với CTCK là hoàn thiện công nghệ giao dịch trực tuyến an toàn chính xác, không có sai sót khi vận hành, phần mềm quản trị danh mục đầu tư, giúp cảnh báo rủi ro cho nhà đầu tư, hệ thống công nghệ thông tin ứng dụng vào mạng di động giúp NĐT cập nhật liên tục tình trạng cổ phiếu họ đang sở hữu, thông tin vĩ mô và những thông tin diễn biến của toàn thị trường và thế giới; (iii) Nâng cao khả năng tư vấn cho nhân viên CTCK, đào tạo thêm về khả năng phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật, tiếng anh để thu hút NĐT nước ngoài, đồng thời các kỹ năng mềm như kỹ năng giao tiếp, kỹ năng làm việc nhóm để gia tăng sự chuyên

ng nghiệp trong làm việc và tư vấn cho khách hàng. Đối với việc triển khai công nghệ mới, sản phẩm chứng khoán mới cần có kế hoạch cho nhân viên đi đào tạo tại nước ngoài thông qua các chương trình hợp tác với các tổ chức, SGD quốc tế.

Hơn nữa, trong công tác tuyển dụng cần chú trọng chọn nhân viên có kiến thức chuyên ngành tài chính - chứng khoán tốt, có năng lực, năng động, hoạt bát và có đạo đức nghề nghiệp tốt. Các CTCK cần tổ chức các buổi tư vấn, thuyết trình, giải đáp thắc mắc để nâng cao kiến thức và kinh nghiệm cho các NĐT; (iv) Các tổ chức kinh doanh chứng khoán nếu nội lực không đủ cần gia tăng việc sáp nhập nhằm tăng vốn, công nghệ, mở rộng địa bàn hoạt động và đối tượng khách hàng. Các công ty khác nên chú trọng đào tạo cán bộ chuyên môn trong việc tiếp cận các khía cạnh mới, hữu ích của nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán đồng thời nên tìm kiếm đối tác chiến lược là các tổ chức kinh doanh dịch vụ chứng khoán uy tín nước ngoài để tận dụng khả năng về vốn, công nghệ, trình độ quản lý, kinh nghiệm trong ngành nhằm gia tăng thị phần trong tương lai gần. Ngoài ra, cần tăng cường bảo mật hệ thống thông tin về khách hàng, dữ liệu giao dịch nhằm đem lại sự an tâm cho NĐT; (v) Tuyên truyền và áp dụng quy tắc về đạo đức nghề nghiệp cho nhân viên đối với việc ngăn cấm chen lệnh nhà đầu tư lớn vào hệ thống, tư vấn giá đặt sai cho NĐT, vận dụng mảnh khoe, cung cấp thông tin sai sự thật... cho NĐT.

Ngoài ra, với sự giúp sức của các quỹ đầu tư sẽ góp phần gia tăng các NĐT chuyên nghiệp trên thị trường, ưu tiên phát triển các quỹ đầu tư dạng mở (quỹ tương hỗ), mỗi quỹ cần có phương án huy động vốn, cơ chế hoạt động của quỹ, phương án phân chia lợi nhuận cho NĐT, đại hội của NĐT tham gia quỹ... Tập trung phát triển đội ngũ các nhà quản lý đầu tư quỹ chuyên nghiệp có kiến thức sâu rộng, đạo đức nghề nghiệp cũng như khả năng tư vấn cho các NĐT. Các quỹ đầu tư chứng khoán có quy mô vốn lớn, kỹ năng chuyên nghiệp sẽ giúp chuyên môn hóa hoạt động đầu tư chứng khoán, định hướng NĐT nhỏ lẻ, chưa tự tin tham gia thị trường.

4.3.3. Nhóm giải pháp đến từ phía cầu (đối với các nhà đầu tư)

Mục tiêu lớn nhất của việc hình thành và phát triển TTCK là phục vụ cho chiến lược phát triển kinh tế, khai thác tiềm lực tài chính thông qua TTCK phục vụ cho đầu tư phát triển kinh tế, thu hút các nguồn vốn trong và ngoài nước. Hiện NĐT trên

TTCK Việt Nam gồm hai loại NĐT cá nhân và NĐT tổ chức trong và ngoài nước. Cụ thể như sau:

Đối với các nhà đầu tư trong nước cần cung cấp và tự trang bị cho mình những kiến thức về chứng khoán và TTCK, biết cách phân tích và đánh giá các diễn biến vĩ mô ảnh hưởng đến thị trường và đầu tư theo hướng dài hạn hơn là nhìn ngắn hạn theo hướng đầu cơ lướt sóng. Hiện có rất nhiều NĐT theo thống kê của TTLKCK cả nước có khoảng 1,2 triệu tài khoản giao dịch [172]. Trong số này có rất NĐT thiếu kiến thức về chứng khoán và TTCK, đặc biệt là kỹ thuật phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật, cũng như việc nhìn nhận đánh giá thông tin từ thị trường vĩ mô, vi mô và nội bộ trong doanh nghiệp. Do đó, việc diễn ra thua lỗ, mang tâm lý đầu cơ lướt sóng để tìm cơ hội làm giàu nhanh chóng trên thị trường thường xuyên diễn ra. Vì vậy các NĐT cần tự trang bị cho mình hoặc tham dự những khóa học ngắn hạn về chiến lược đầu tư cổ phiếu, phân tích cơ bản, phân tích kỹ thuật trong đầu tư cổ phiếu, thường xuyên tham dự những hội thảo về triển vọng phát triển để hiểu hơn về ngành muốn đầu tư. Không nên đầu tư khi chưa hiểu rõ về mã cổ phiếu, hiểu rõ về doanh nghiệp, chỉ dựa vào thông tin đám đông để đầu tư và thận trọng khi dùng các sản phẩm độ rủi ro cao như đòn bẩy tài chính. Đối với các khoản tiết kiệm của mình, khi đã có sự phân tích rõ ràng và đánh giá được tiềm năng lợi nhuận của mã cổ phiếu cần có lập trường hơn trong đầu tư, không nên dựa vào tâm lý đám đông và thông tin không đủ độ tin cậy để ra quyết định đầu tư. Ngoài ra, nếu không tự tin với kiến thức đầu tư của mình, nên nhờ các quỹ đầu tư để giảm thiểu các rủi ro cho nguồn vốn của mình.

Đối với các NĐT tổ chức ngoài cần có kế hoạch và chiến lược đầu tư cụ thể dài hạn, gia tăng quản trị rủi ro cho danh mục đầu tư của mình, tránh đầu tư mạo hiểm. Các NĐT này thường dùng vốn lớn để mua cổ phần của các công ty Việt Nam làm ăn uy tín và hiệu quả trên thị trường để có chiến lược đầu tư dài hạn đặc biệt là các công ty-tập đoàn công nghiệp lớn có tốc độ tăng trưởng cao hàng năm, đồng thời tham gia quản lý doanh nghiệp để gia tăng giá trị cổ phiếu trong tương lai.

4.4. NHỮNG ĐIỂM HẠN CHẾ CỦA LUẬN ÁN VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TRONG TƯƠNG LAI

4.4.1. Những điểm hạn chế của luận án

Thông qua việc kết hợp phương pháp định tính và định lượng trong việc nghiên cứu đề tài “Mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán tại Việt Nam” luận án nhận thấy còn nhiều điểm hạn chế như sau:

Thứ nhất, nguồn số liệu chưa được cập nhật, dữ liệu từ năm 2000-2013. Hiện đã đến năm 2016, bởi vì số liệu theo quý và kết nối dữ liệu hai Sở Giao dịch Chứng Khoán TP.HCM và Hà Nội, một số dữ liệu vĩ mô chưa kiện toàn và chưa công bố chính thức nên nghiên cứu chưa cập nhật được số liệu trong những năm gần đây.

Thứ hai, phương pháp định tính khi phỏng vấn sâu chuyên gia, lập bảng khảo sát cho những người làm trong ngành chứng khoán và khảo sát công ty phát hành chứng khoán cần dựa trên cơ sở khoa học hơn trong việc đưa ra các câu hỏi đặc biệt là các câu hỏi với thang đo 5 mức độ. Vì thế kết quả nghiên cứu định tính vẫn còn rất nhiều tranh cãi, thắc mắc, băn khoăn. Trong điều kiện nguồn dữ liệu định lượng còn hạn chế, các câu hỏi định tính về chủ đề này tác giả chưa tìm thấy tại Việt Nam nên việc đề xuất phương pháp định tính dựa trên các câu hỏi được nhóm theo các chủ đề lớn để sắp xếp các ý vào từng phần theo từng nội dung cụ thể. Các ý kiến được tiếp nhận, thu âm, ghi chép và nhập liệu vào docs.Google.com. Ý nào đã được tiếp nhận thì được gạch bỏ cho khỏi bị trùng lặp. Cứ như vậy, xử lý cho đến hết các bảng thu âm, ghi chép và bảng khảo sát. Vì vậy, trong tương lai khi thực hiện lại phương pháp này nên sử dụng các phần mềm chuyên dụng cho phân tích định tính như phần mềm Nvivo hoặc phần mềm Atlasti. Quan trọng hơn tác giả cần đưa ra những luận cứ khoa học hơn khi chọn các loại thang đo và xác định những câu hỏi được sử dụng trong phương pháp định tính.

Thứ ba, số lượng đối tượng tiếp cận trong phương pháp định tính còn hạn chế mẫu. Tổng số lượng phỏng vấn sâu gồm 20 cuộc phỏng vấn, khảo sát những người làm trong lĩnh vực chứng khoán 174 người tham gia khảo sát, 40 công ty phát hành. Số lượng này còn hạn chế so với qui mô phát triển của ngành và đối tượng khảo sát ở Hà Nội còn hạn chế, tập trung chủ yếu vào Miền Nam.

4.4.2. Hướng nghiên cứu cho tương lai

Tác giả xin đưa ra hướng nghiên cứu cho tương lai dựa trên quan điểm khắc phục những điểm còn hạn chế và mở rộng nghiên cứu sang mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK ở khu vực ASEAN như sau:

Thứ nhất, nghiên cứu mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK của Việt Nam và các nước ASEAN trên cơ sở dùng dữ liệu chuỗi thời gian để so sánh các nước với nhau hoặc so sánh các nhóm nước được phân thành nhóm nước ASEAN phát triển và nhóm nước ASEAN ít phát triển hơn. Mặt khác, có thể dùng dữ liệu bảng chạy chung cho các nước ASEAN để có cái nhìn tổng quát về TTCK trong mối quan hệ với tăng trưởng kinh tế khu vực ASEAN. Từ đó cho phép tác giả thấy được và so sánh được mức độ hội nhập của TTCK và nền kinh tế Việt Nam với khu vực ASEAN.

Thứ hai, mở rộng đối tượng khảo sát, gia tăng số lượng chuyên gia được phỏng vấn sâu trong ngành và số công ty phát hành chứng khoán. Mở rộng đối tượng khảo sát ra Hà Nội để đảm bảo tính khách quan và bao quát cho cả Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM và Hà Nội.

Thứ ba, về phương pháp định lượng ngoài việc chạy lại số liệu cập nhật còn có thể phát triển mô hình theo hướng sử dụng biến giả Dummy chia hai giai đoạn trước và sau khủng hoảng kinh tế - tài chính năm 2007-2009 để so sánh trước và sau thời kỳ khủng hoảng, mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và TTCK tại Việt Nam sẽ diễn ra như thế nào?

Trên đây là một số hướng nghiên cứu cho tương lai của tác giả.

TÓM TẮT CHƯƠNG 4

Trong chương này, tác giả đã nêu quan điểm và mục tiêu cụ thể của tăng trưởng kinh tế và phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2020, các cơ sở cho việc đề xuất giải pháp và các giải pháp cụ thể nhằm thúc đẩy sự phát triển TTCK gắn kết với tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. *Đầu tiên* là quan điểm tăng trưởng kinh tế đến năm 2020 trên cơ sở chuyển đổi mô hình tăng trưởng kinh tế trên cơ sở kết hợp hợp lý giữa chiều rộng và chiều sâu đồng thời nâng cao tính bền vững cho nền kinh tế. *Tiếp theo* là mục tiêu phát triển TTCK gắn với tăng trưởng kinh tế Việt Nam trên cơ sở xem xét quan điểm của Đảng Cộng Sản về phát triển vững chắc thị trường tài chính [7], vận hành an

toàn, công tác quản lý và giám sát được chú trọng. Từ các định hướng trong chính sách của Chính phủ và Nhà nước trong chiến lược phát triển và tái cấu trúc TTCK [1], [2], [3], [4], các bài học kinh nghiệm phát triển TTCK ở một số quốc gia Châu Á, từ nghiên cứu thực trạng về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK [156], [157], [163], [167], các quan điểm thúc đẩy sự phát triển TTCK gắn kết với tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam phải xuất phát từ thực trạng mối quan hệ: (i) Hiện tỷ lệ đóng góp của TTCK đối với tăng trưởng kinh tế vẫn còn nhỏ, kích cỡ và tính thanh khoản vẫn chưa tương xứng với nền kinh tế; (ii) Phát triển TTCK cần tập trung vào những yếu tố như qui mô và chất lượng cụ thể là kích cỡ, tính năng động, và tính thanh khoản; (iii) Tạo dựng cơ sở NĐT; (iv) Đa dạng hóa hàng hóa tham gia thị trường; (v) Phù hợp với điều kiện kinh tế vĩ mô; (vi) Hội nhập TTCK Việt Nam vào khu vực và thế giới. Qua đó xác định mục tiêu cơ bản: (i) Hết năm 2014 hoàn thành phân loại tổ chức kinh doanh chứng khoán; (ii) Năm 2015 tổ chức TTCK phải sinh, nâng cao tiêu chuẩn niêm yết, nâng cấp hệ thống giao dịch, hiện đại hóa hạ tầng CNTT, (iii) Đến năm 2020, tăng qui mô đưa tổng giá trị vốn hóa đạt 70% đến 100% GDP, củng cố tính thanh khoản cho TTCK, thực hiện việc tăng cung, kích cầu chứng khoán trong đó gia tăng năng lực cạnh tranh cho các tổ chức cung ứng dịch vụ chứng khoán. Qua đó đề xuất các giải pháp phát triển thị trường trong thời gian tới cho từng đối tượng cụ thể:

Thứ nhất, đối với bao gồm cơ quan quản lý Nhà nước cụ thể: (i) Triển khai các loại chứng khoán phải sinh nhằm giúp NĐT đa dạng hóa rủi ro; (ii) Gia tăng tính thanh khoản cho thị trường, bổ sung cách yếu tố thanh khoản vào chỉ số Vn-Index; (iii) Sàng lọc và nâng cao tiêu chuẩn các doanh nghiệp niêm yết; (iv) Nâng cao hiệu quả công tác quản lý, giám sát TTCK của UBCK NN; (v) Tăng cường giám sát các Quỹ đầu tư đặc biệt là các Quỹ đầu tư nước ngoài; (vi) Tăng cường phổ cập và đào tạo kiến thức về chứng khoán và TTCK trong dân cư; (vii) Tăng cường tính minh bạch cho thị trường; (viii) Bình ổn các biến số kinh tế vĩ mô như kinh tế phát triển ổn định, khu vực ngân hàng tăng trưởng tốt, công ty cổ phần phát triển lành mạnh sẽ cung cấp hàng hoá có chất lượng cho TTCK; (ix) Tiếp tục đẩy mạnh cổ phần hóa DNNN cung cấp hàng hoá có chất lượng cho thị trường; (x) Định hướng phát triển đồng thời thị trường tiền tệ và TTCK; (xi) Quản lý chặt chẽ luồng vốn trong và ngoài nước; (xii) Phối hợp chặt

chế hoạt động của các cơ quan quản lý Nhà nước bao gồm Bộ tài chính, Bộ tư pháp, Ngân hàng Nhà nước, Ủy Ban chứng khoán Nhà nước; (xiii) Các giải pháp khác tập trung vào việc hiện đại hóa hạ tầng kỹ thuật, thiết lập hệ thống cảnh báo sớm, trung tâm dữ liệu dự phòng, phát triển định chế tài chính trung gian, nâng cấp thị trường giao dịch chứng khoán chưa niêm yết UPCOM, hình thành tổ chức định mức tín nhiệm cho TTCK Việt Nam.

Thứ hai, đối với nhóm giải pháp từ phía cung bao gồm công ty phát hành cổ phiếu, công ty chứng khoán và quỹ đầu tư chú trọng: (i) Quản trị tốt doanh nghiệp, phát triển dự án nhiều tiềm năng, thường xuyên công bố thông tin đảm bảo tiêu chuẩn cho nhà đầu tư; (ii) Khuyến khích NĐT nội địa và nước ngoài tham gia hơn nữa vào thị trường bằng đa dạng hóa sản phẩm và dịch vụ, nâng cao năng lực tài chính, hoàn thiện hệ thống công nghệ thông tin, và chất lượng đội ngũ nhân sự; (iii) Mỗi quỹ cần có phương án huy động vốn, cơ chế hoạt động của quỹ, phương án phân chia lợi nhuận cho NĐT, đại hội của NĐT tham gia quỹ.... Tập trung phát triển đội ngũ các nhà quản lý đầu tư quỹ chuyên nghiệp.

Thứ ba, đối với nhóm giải pháp từ phía cầu bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức: (i) Tự trang bị cho mình những kiến thức về chứng khoán và TTCK, biết cách phân tích và đánh giá các diễn biến vĩ mô ảnh hưởng đến thị trường và đầu tư theo hướng dài hạn hơn là nhìn ngắn hạn theo hướng đầu cơ lướt sóng; (ii) NĐT tổ chức ngoài cần có kế hoạch và chiến lược đầu tư cụ thể dài hạn, gia tăng quản trị rủi ro cho danh mục đầu tư của mình, tránh đầu tư mạo hiểm đồng thời gia tăng tham gia quản trị doanh nghiệp để giá trị danh mục gia tăng trong tương lai.

Thứ tư, ngoài ra trong chương này, tác giả cũng đề cập đến những điểm hạn chế của luận án bao gồm nguồn số liệu chưa được cập nhật, phương pháp định tính khi phỏng vấn sâu chuyên gia, lập bảng khảo sát cho những người làm trong ngành chứng khoán và khảo sát công ty phát hành chứng khoán cần dựa trên cơ sở khoa học hơn trong việc đưa ra các câu hỏi đặc biệt là các câu hỏi với thang đo 5 mức độ, số lượng đối tượng tiếp cận trong phương pháp định tính còn hạn chế mẫu. Trên cơ sở đó, tác giả đưa ra hướng nghiên cứu cho tương lai: (i) Nghiên cứu mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK của Việt Nam và các nước ASEAN trên cơ sở

dùng dữ liệu chuỗi thời gian hoặc so sánh các nhóm nước được phân thành nhóm nước ASEAN phát triển và nhóm nước ASEAN ít phát triển hơn hay chạy dữ liệu bảng chạy chung cho các nước ASEAN để có cái nhìn tổng quát về TTCK trong mối quan hệ với tăng trưởng kinh tế trong khu vực; (ii) Mở rộng đối tượng khảo sát, gia tăng số lượng chuyên gia được phỏng vấn sâu trong ngành và số công ty phát hành chứng khoán; (iv) Ngoài việc chạy lại số liệu cập nhật còn có thể phát triển mô hình theo hướng sử dụng biến giả Dummy chia hai giai đoạn trước và sau khủng hoảng kinh tế - tài chính năm 2007-2009 để so sánh trước và sau thời kỳ khủng hoảng, mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và TTCK tại Việt Nam sẽ diễn ra như thế nào?

KẾT LUẬN

Việt Nam đã có hơn 15 năm hình thành và phát triển TTCK, TTCK đã đóng góp vai trò ngày càng gia tăng trong việc thu hút nguồn vốn để đóng góp cho tăng trưởng và phát triển kinh tế. Trên thực tế, vai trò và tác động này cũng như tỷ trọng đóng góp sẽ ngày càng gia tăng trong tương lai khi thị trường đạt được sự hội nhập cần thiết với khu vực và thế giới. Mọi quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của TTCK đã được nghiên cứu nhiều nhất từ những năm 1990. Đã có rất nhiều nghiên cứu về cả lý thuyết và thực nghiệm nghiên cứu nhiều khu vực kinh tế khác nhau trên thế giới và riêng cho một quốc gia cụ thể. Nghiên cứu này sử dụng lý thuyết kinh tế học về vai trò của nguồn vốn đóng góp cho tăng trưởng kinh tế, phương pháp kinh tế lượng áp dụng mô hình vector hiệu chỉnh sai số VECM. Nhằm làm rõ mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK tại Việt Nam, luận án đã nghiên cứu và hoàn thành các mục tiêu cơ bản như sau:

Thứ nhất, liệt kê và trình bày các công trình trong và ngoài nước làm cơ sở tiền đề cho định hướng nghiên cứu của tác giả. Trên cơ sở đó, tác giả đánh giá được các công trình nghiên cứu trước đó ở quan điểm chưa đồng ý và các điểm học hỏi được thông qua các nghiên cứu để hệ thống hóa được các nhóm biến vĩ mô cấu thành trong hàm tăng trưởng, và hệ thống các nhóm biến có thể đo lường sự phát triển của TTCK. Từ nền tảng trên, tác giả đưa ra mô hình nghiên cứu và giải thích nguyên nhân vì sao chọn lựa các biến trong mô hình cũng như kỳ vọng dấu các biến. Hệ thống các biến được chọn bao gồm tổng đầu tư trên GDP, nguồn cung tiền M2 trên GDP, chỉ số giá tiêu dùng CPI. Biến đo lường sự phát triển TTCK được tích hợp giữa hai biến đo lường kích cỡ và tính thanh khoản thị trường. Dữ liệu được thu thập thông qua 40 quan sát từ quý 1 năm 2004 đến quý 4 năm 2013.

Thứ hai, luận án đã tìm hiểu kinh nghiệm quản lý và phát triển TTCK của một số nước ở Châu Á như Singapore, Đài Loan, Malaysia, Thái Lan. Trên cơ sở đó rút ra bài học kinh nghiệm cho TTCK Việt Nam có thể học hỏi và phát triển trong tương lai trong việc phát triển các loại chứng khoán phái sinh để đa dạng hoá cơ hội và giảm

thiếu rủi ro cho NĐT; tạo cơ hội cho các công ty nước ngoài vào niêm yết tại SGD CK Hồ Chí Minh và Hà Nội đồng thời tạo cơ hội cho các công ty Việt Nam đến giao dịch tại các SGD uy tín như ở Singapore, Malaysia, Đài Loan... đẩy mạnh ứng dụng công nghệ thông tin vào đặt lệnh giao dịch, hoàn thiện các cơ chế bảo vệ nhà đầu tư, làm chặt chẽ các qui định công bố thông tin; đào tạo nhân sự, sát nhập SGDCK để chuyên môn hóa sản phẩm tài chính. Những bài học kinh nghiệm giúp TTCK Việt Nam mau chóng hội nhập với khu vực và thế giới.

Thứ ba, luận án đã đánh giá sự hình thành và phát triển TTCK từ năm 2000-2013, đề cập ưu điểm và nhược điểm mà TTCK Việt Nam đã đạt được thông qua dữ liệu thứ cấp từ UBCKNN, hai SGD CK TP.HCM và Hà Nội. Bên cạnh đó, luận án đánh giá tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 1991-2013. TTCK Việt Nam được phân vào lĩnh vực dịch vụ tài chính, ngày càng thể hiện vai trò đối với tăng trưởng, kích cỡ vốn hóa thị trường và tính thanh khoản ngày càng gia tăng và đã đạt được nhiều thành tựu quan trọng đóng góp cho GDP, những nền tảng cơ bản, tổ chức quản lý, các bên liên quan về căn bản đã được hình thành, ngày càng được hoàn thiện để vận hành thị trường một cách an toàn. Tuy nhiên, Việt Nam là một thị trường mới nổi với mức vốn hoá tuy có cải thiện nhưng so với các nước trong khu vực vẫn còn thấp, hành vi bầy đàn của nhà đầu tư còn nhiều sẽ dẫn đến sự sụp đổ hệ thống, văn bản pháp lý, quản trị các công ty niêm yết chưa đầy đủ, hệ thống kế toán- kiểm toán chưa chặt chẽ, giao dịch nội gián gia tăng. Do đó, mức độ hiệu quả của thị trường còn thấp. Xét về tăng trưởng kinh tế, Việt Nam nhìn chung đạt tốc độ tăng trưởng cao và ổn định, khu vực kinh tế ngoài quốc doanh phát triển nhanh, nhờ tác động của chương trình cải tổ cơ cấu kinh tế bao gồm thúc đẩy khu vực ngoài quốc doanh và cổ phần hoá các DNNN, gia tăng số lượng doanh nghiệp ngoài quốc doanh đã huy động tiết kiệm trong dân cư, tạo động lực cạnh tranh. Tuy nhiên, một trong các nguyên nhân dẫn đến tăng trưởng kinh tế cao của Việt Nam do tăng mạnh vốn đầu tư, tỷ lệ đầu tư so với GDP tăng liên tục, hiệu quả đầu tư chưa cao nhất là khu vực Nhà nước.

Thứ tư, luận án đã sử dụng phương pháp phỏng vấn và lấy ý kiến chuyên gia những người có thâm niên trong lĩnh vực chứng khoán bao gồm các công ty chứng khoán, các Quỹ đầu tư, Sở GDCK, chuyên gia độc lập...nhằm xem xét việc đánh giá mối quan hệ

giữa tăng trưởng kinh tế. Qua đó giúp tác giả thấy được bức tranh và bản chất mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK dưới cái nhìn của các chuyên gia, đánh giá thực trạng hoạt động. Trong đó, các chuyên gia nhấn mạnh những nền tảng cho TTCK Việt Nam phát triển như các văn bản, pháp luật có liên quan đến thị trường còn chưa hoàn chỉnh, hệ thống thanh tra, giám sát thị trường còn yếu kém, sản phẩm tài chính còn nghèo nàn, ngày T kéo dài, nền kinh tế chưa ổn định, giai đoạn sau khủng hoảng ảnh hưởng xấu đến thị trường... Ngoài ra, luận án đã tiến hành khảo sát các công ty phát hành chứng khoán để thấy được thuận lợi và khó khăn trong thực trạng huy động vốn qua TTCK của các công ty hiện nay. Đồng thời mong muốn lắng nghe những kiến nghị của các công ty đối với các cơ quan quản lý, các Bộ/Ban, ngành liên quan đến hiệu quả huy động vốn qua TTCK. Qua những nhận xét của các chuyên gia, những nhà quản lý của các công ty phát hành để đưa ra những kiến nghị và những giải pháp phát triển thị trường trong thời gian tới.

Thứ năm, điểm mới luận án tính toán chỉ số phát triển TTCK Việt Nam bằng sự phát triển của TTCK được xây dựng dựa trên sự trung bình hoá của 2 biến số tỷ lệ vốn hoá thị trường/GDP, tính thanh khoản bởi vì để phản ánh sự phát triển của TTCK Tác giả cần đo lường kích cỡ, chiều sâu và tính thanh khoản của nó. Tỷ lệ vốn hoá thị trường giúp đo kích cỡ thị trường càng lớn thì thị trường càng năng động càng dễ dàng vận động có hiệu quả trong việc huy động vốn và giảm thiểu rủi ro trên thị trường. Biến giá trị những cổ phần được giao dịch chia cho tổng giá trị vốn hoá của thị trường đo tính thanh khoản của thị trường, thị trường có tính thanh khoản càng cao thì chi phí giao dịch càng ít.

Thứ sáu, thông qua mô hình vector hiệu chỉnh sai số, luận án đã tìm thấy tăng trưởng kinh tế có mối quan hệ dài hạn với các biến trong mô hình bao gồm sự phát triển TTCK, INVGDP, MOSUPPLYGDP, CPI. Với độ trễ tối ưu của các biến trong mô hình bằng 2, các biến nghiên cứu đều dừng ở sai phân bậc 1 cho mô hình nghiên cứu, bằng chứng thực nghiệm đã cho thấy tồn tại một mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến. Hệ số điều chỉnh sai số ECT của mô hình VECM đã chứng tỏ sự điều chỉnh này không đáng kể khoảng 0.1066% sự mất cân bằng của tăng trưởng kinh tế của Việt Nam ở quý trước sẽ được điều chỉnh ở quý tiếp theo. Nếu có một sự mất cân bằng

dương ở quý trước, tăng trưởng kinh tế sẽ tăng ở quý tiếp theo. ECT của phương trình về sự phát triển TTCK thể hiện khoảng 1.199% sự mất cân bằng của sự phát triển TTCK ở quý trước sẽ được điều chỉnh ở quý tiếp theo. Nếu có sự mất cân bằng dương ở quý trước, TTCK trong quý tiếp theo sẽ điều chỉnh giảm. Ngoài ra, qua kết quả phân rã phương sai của tăng trưởng kinh tế tỷ trọng đóng góp của sự phát triển TTCK Việt Nam thông qua 10 giai đoạn đóng góp khoảng 7.23% cho tăng trưởng. Phân rã phương sai tăng trưởng kinh tế còn cho thấy trung bình trong 10 giai đoạn, cấu thành nên tăng trưởng vẫn do nội lực của chính nó chiếm khoảng 72.53% và CPI chiếm trung bình 15.52%, còn sự phát triển TTCK đóng góp một tỷ lệ không nhiều cho tăng trưởng, khoảng 7.2%. Điều này thực sự chưa tương xứng với qui mô và trình độ phát triển của nền kinh tế. Trong lúc đó, kết quả phân rã phương sai của sự phát triển TTCK cho thấy tăng trưởng kinh tế qua 10 giai đoạn trung bình đóng góp khoảng 13,18% cho sự phát triển thị trường. Ngoài ra, sự phát triển TTCK đến từ nội lực của chính nó chiếm 77.54%, từ MOSUPPLYGDP chiếm 6.22% và một tỷ lệ nhỏ đến từ các biến còn lại. Kết quả nghiên cứu quan trọng nhất của luận án cho rằng sự phát triển TTCK tác động dương tích cực lên tăng trưởng kinh tế. phù hợp với kết quả nghiên cứu của các Tác giả như: Ross Levine và Zervos (1996), Aghion và Howitt (1998), Singh&Weiss (1998), Barro (1998), Griffin (1998), Beck, T. and R. Levine (2002), Agrawalla &Tuteja (2002), M.imam Alam (2003), F'elix Fofana N'Zu' (2004), Boopen Seetanah, Rojid Sawkut, Vinesh Sannasee và Binesh Seetanah (2007). Cụ thể theo kết quả nghiên cứu của Boopen Seetanah, Rojid Sawkut, Vinesh Sannasee và Binesh Seetanah (2007) đã kết luận rằng trung bình cứ 1% tăng lên ở sự phát triển TTCK đóng góp 0,17% tăng lên trong GDP ở nhóm các quốc gia đang phát triển. Đối với Việt Nam, cứ 1% tăng lên ở sự phát triển TTCK có thể làm tăng khoảng 0.185% tăng trưởng trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi. Ngoài ra, thông qua kiểm định nhân quả Granger cho thấy mối quan hệ nhân quả một chiều từ TTCK tác động nhân quả đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam nhưng không có chiều ngược lại. Tác động này do phần lớn là kích cỡ số lượng vốn hóa thị trường của các công ty niêm yết ở hai Sàn đã đủ mạnh để ảnh hưởng đến GDP nhưng ngược lại không đủ bằng chứng để kết luận tính thanh khoản thị trường và tốc độ luân chuyển đo độ năng động của thị trường có bất

kỳ mối quan hệ nhân quả nào đến GDP. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với nghiên cứu của Patrick (1969) khi cho rằng ở giai đoạn ban đầu, xuất hiện hiện tượng cung kéo chiếm ưu thế tức sự phát triển TTCK và tài chính sẽ dẫn đến tăng trưởng kinh tế. Nhưng sau khi nền kinh tế tăng trưởng tốt và bền vững thì chiều hướng tác động sẽ ngược lại tức tăng trưởng kinh tế sẽ tác động ngược lại đến TTTC và TTCK bởi ở trạng thái này, nền kinh tế đang tăng trưởng sẽ dẫn đến cầu về dịch vụ tài chính tăng làm phát triển khu vực tài chính và khu vực sản xuất vật chất, làm xuất hiện hiện tượng cầu đẩy chiếm ưu thế hơn so với giai đoạn đầu. Mối quan hệ một chiều từ TTCK đến tăng trưởng kinh tế cho thấy TTCK vẫn còn khá non trẻ, nhưng phù hợp với trình độ phát triển và vẫn ở giai đoạn đầu so với xu thế phát triển cần có của một nền kinh tế.

Thứ bảy, dựa vào quan điểm phát triển TTCK gắn với tăng trưởng kinh tế của Nhà nước, dựa vào thực trạng mối quan hệ luận án đã đưa ra một số giải pháp. Các nhóm giải pháp cụ thể cho những bên có liên quan trong việc thúc đẩy sự phát triển thị trường gắn kết với tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam bao gồm nhóm giải pháp đối với cơ quan Nhà nước gồm có UBCKNN, các SGDCK và TTLKCK, về phía cung gồm có các Công ty phát hành, Công ty chứng khoán và quản lý quỹ, về phía cầu gồm các nhà đầu tư trong và ngoài nước trên cơ sở nhấn mạnh sự đồng bộ của các giải pháp mà trước hết là việc tái cấu trúc thành công sắp xếp lại các tổ chức kinh doanh chứng khoán, tạo điều kiện để thị trường phát triển theo chiều sâu, đa dạng hóa thêm nhiều sản phẩm mới, quản lý thị trường chặt chẽ, sử dụng các thông lệ quốc tế trong giao dịch và quản lý khách hàng để TTCK thể hiện vai trò nhiều hơn đối với tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong tương lai. Các giải pháp quan trọng khác cần tập trung nâng cao tính thanh khoản và độ năng động của thị trường thông qua việc thu hút thêm nhiều NĐT khối nội và khối ngoại. Muốn vậy cần tập trung đa dạng hóa sản phẩm-dịch vụ đặc biệt là chứng khoán phái sinh, mở rộng các quỹ đầu tư chuyên nghiệp, minh bạch hóa thị trường, hội nhập TTCK Việt Nam với khu vực và thế giới. Đối với các nhà đầu tư trong nước cần cung cấp và tự trang bị cho mình những kiến thức về chứng khoán và TTCK, biết cách phân tích và đánh giá các diễn biến vĩ mô ảnh hưởng đến thị trường và đầu tư theo hướng dài hạn hơn là nhìn ngắn hạn theo hướng đầu cơ

lướt sóng. Ngoài ra, nếu không tự tin với kiến thức đầu tư của mình, nên nhờ các Quỹ đầu tư để giảm thiểu các rủi ro cho nguồn vốn của mình. Đối với các nhà đầu tư nước ngoài thì hiện TTCK Việt Nam đang khuyến khích nhà đầu tư tổ chức nước ngoài chuyên nghiệp phối hợp với một số tổ chức trong nước nhằm triển khai các quỹ đầu tư. NĐT nước ngoài có thể tìm hiểu kỹ thông tin, thường xuyên cơ cấu danh mục đầu tư, góp phần thay đổi cách thức đầu tư và tạo nguồn vốn vững chắc cho TTCK Việt Nam. Cuối cùng là giải pháp ổn định kinh tế vĩ mô, xét về vai trò cung cấp vốn cho nền kinh tế, tiếp tục kiểm soát lạm phát, nguồn cung tiền M2 ở mức hợp lý, cần gia tăng chất lượng và quản trị rủi ro cho các công cuộc đầu tư sẽ góp phần làm nền kinh tế ổn định, tăng trưởng tốt và đóng góp cho sự phát triển TTCK Việt Nam trong tương lai.

Cuối cùng, tác giả cũng đưa ra những điểm hạn chế của luận án bao gồm nguồn số liệu chưa được cập nhật, phương pháp định tính cần dựa trên cơ sở khoa học hơn trong việc đưa ra các câu hỏi, số lượng đối tượng tiếp cận trong phương pháp định tính còn hạn chế mẫu. Trên cơ sở đó, tác giả đưa ra hướng nghiên cứu cho tương lai: (i) Mở rộng nghiên cứu mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK của Việt Nam và các nước ASEAN với dữ liệu chuỗi thời gian hoặc so sánh các nhóm nước được phân thành nhóm nước ASEAN phát triển và nhóm nước ASEAN ít phát triển hơn hay chạy dữ liệu bảng chạy chung cho các nước ASEAN; (ii) Mở rộng đối tượng khảo sát, gia tăng số lượng chuyên gia được phỏng vấn sâu trong ngành và số công ty phát hành chứng khoán; (iv) Ngoài việc chạy lại số liệu cập nhật còn có thể phát triển mô hình theo hướng sử dụng biến giả Dummy chia hai giai đoạn trước và sau khủng hoảng kinh tế - tài chính năm 2007-2009 để so sánh trước và sau thời kỳ khủng hoảng để thấy được sự thay đổi trong mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và TTCK tại Việt Nam.

Lời cuối, luận án chính là sự khởi đầu cho công cuộc nghiên cứu lâu dài của tác giả nên không tránh khỏi những điểm hạn chế và sai sót. Từ nghiên cứu này, tác giả nhận thấy bản thân cần phải tiếp tục học hỏi, trau dồi phương pháp nghiên cứu khoa học, tăng cường nghiên cứu và trao đổi khoa học trong và ngoài nước để ngày một hoàn thiện hơn khả năng nghiên cứu khoa học trong tương lai.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ CÓ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

1. Nguyễn Thị Phương Nhung (2014), “*Định hướng tái cấu trúc thị trường chứng khoán gắn với tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam* “. Tạp chí Phát Triển-Hội Nhập Đại Học Kinh Tế- Tài Chính TPHCM- ISSN 1859-428X- Số 16 (26)- Tháng 05-06 năm 2014, trang 11.
2. Nguyễn Thị Phương Nhung (2014), “*Nhìn lại hai năm thực hiện tái cấu trúc thị trường chứng khoán Việt Nam*”. Tạp Chí kinh tế và dự báo, số 11, tháng 06/2014, trang 33.
3. Nguyễn Thị Phương Nhung (2014), “*Ứng dụng mô hình Vector hiệu chỉnh sai số VECM nhằm đo lường mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam*”. Tạp chí Phát triển khoa học & công nghệ, chuyên san Kinh Tế - Luật và Quản Lý, Đại Học Quốc Gia TPHCM, ISSN 1859-0128, Q2-2014, tập 17, trang 73-84.
4. Nguyễn Thị Phương Nhung (2014). “ *Vai trò của phát triển khoa học công nghệ như là một động lực của tăng trưởng kinh tế*”. Kỷ yếu hội thảo khoa học Đại học Kinh Tế-Luật, Đại Học Quốc Gia TPHCM, TPHCM, tháng 12 năm 2014, trang 301-306.
5. Nguyễn Thị Phương Nhung (2013),”*Mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của thị trường chứng khoán*”. Tạp chí Phát Triển-Hội Nhập Đại Học Kinh Tế- Tài Chính TPHCM- ISSN 1859-428X- Số 11 (21)- Tháng 07-08 năm 2013, trang 21.
6. Nguyễn Thị Phương Nhung (2013), “*The cause-effect relationship between economic and stock market development. The case of Vietnam*”. The 9th International Conference on Knowledge-Based Economy&Global Management (November 7-8, 2013) Southern Taiwan University of science and Technology, Tainan, Taiwan, R.O.C- No.102-2916-I-218-001-A1. ISBN 978-986-6975-73-8.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tài liệu Tiếng Việt

1. Chính phủ (2013), *Quyết định phê duyệt đề án tổng thể tái cơ cấu kinh tế gắn với chuyển đổi mô hình tăng trưởng theo hướng nâng cao chất lượng, hiệu quả và năng lực cạnh tranh giai đoạn 2013-2020*, Số:339/QĐ-TTg, Thủ tướng chính phủ, Hà Nội, ngày 19 tháng 02 năm 2013.
2. Chính phủ (2012), *Quyết định phê duyệt Đề án “Tái cấu trúc thị trường chứng khoán và doanh nghiệp bảo hiểm”*, Số:1826/QĐ-TTg, Thủ tướng chính phủ, Hà Nội ngày 06 tháng 12 năm 2012.
3. Chính phủ (2007), *Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020*, Số : 128/2007/QĐ-TTg, Thủ tướng Chính phủ ngày 2/8/2007.
4. Chính phủ (2003), *Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010*, Số: 163/2003/QĐ-TTg, Thủ tướng Chính phủ ngày 5/8/2003.
5. C.W.J. Granger, *Các phát triển trong nghiên cứu về các biến kinh tế đồng kết hợp*, Bản tin kinh tế và Thống kê của ĐHTH Oxford, Quyển 48, 1986, trang 226.
6. Diệp Trí Minh (2000), *Quan hệ giữa hình thành thị trường chứng khoán với phát triển kinh tế* - Luận văn thạc sỹ kinh tế - Trường ĐH Kinh Tế TPHCM
7. Đảng cộng sản Việt Nam (2011), *“Văn kiện Đại Hội Đại Biểu Toàn Quốc lần thứ XI”*, Nhà Xuất Bản chính trị Quốc Gia- Sự Thật- Hà Nội.
8. Lưu Đức Hải, Trần Thu Thủy (2010), *Một số giải pháp thu hút vốn FPI vào Việt nam trong chiến lược phát triển đất nước đến năm 2020*, Tạp chí kinh tế và Dự báo, số 2.
9. Lê Trung Hiếu (2014). *Mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế, bằng chứng thực nghiệm từ các nước Châu Á*-Luận văn thạc sỹ kinh tế - Trường ĐH Kinh Tế TPHCM.
10. Nguyễn Thị Lệ Hoa (2008), *Những giải pháp để thúc đẩy TTCK Việt Nam phát triển bền vững*, Luận văn thạc sỹ kinh tế - Trường ĐH Kinh Tế TPHCM.

11. Nguyễn Phong Châu (1996), *TTCK mới nổi và tăng trưởng kinh tế và ứng dụng cho Việt Nam*, Luận văn thạc sỹ kinh tế- Cao Học Hà Lan, Trường ĐH Kinh Tế TP.HCM.
12. Nguyễn Văn Dũng (2000), *TTCK Việt Nam trong quá trình hội nhập quốc tế*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Bộ, Ủy Ban Chứng khoán Nhà Nước-Vụ Quan Hệ Quốc Tế.
13. Nguyễn Thành Long (2010), *Định hướng phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2020*, Tlđđ, 2010, tr.127.
14. Nguyễn Thanh Nhã (2010), *Kiểm định giả thuyết thị trường hiệu quả đối với thị trường chứng khoán Việt Nam* - Luận văn thạc sỹ kinh tế - Trường Đại Học Kinh Tế TP.HCM, trang 30-33.
15. Ngô Thị Thanh Nga (2014), *Đánh giá tác động của hội nhập và toàn cầu hóa tài chính lên tăng trưởng của các quốc gia Châu Á* - Luận văn tiến sỹ kinh tế - Trường Đại Học Kinh Tế TP.HCM năm 2014.
16. Nguyễn Thị Thanh Hải (2013). *Bộ Ba phát triển tài chính, độ mở thương mại và tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam* - Luận văn thạc sỹ kinh tế - Trường Đại Học Kinh Tế TP.HCM, trang 9-26.
17. PGS.TS. Trần Thọ Đạt (2010), *Mô hình tăng trưởng kinh tế (Chương trình sau đại học)*, Nhà Xuất Bản Đại Học Kinh Tế Quốc Dân Lao Động- Xã Hội, trang 22-23.
18. PGS.TS. Phan Huy Đường và NCS.Tô Hiến Thành, *Lý thuyết tăng trưởng kinh tế của Keynes và vài suy nghĩ về tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam hiện nay*, Phần I các lý thuyết kinh tế - Học viện chính trị - Bộ Quốc Phòng.
19. PGS.TS. Bùi Kim Yến (2006), *Giáo trình thị trường chứng khoán*, Đại Học Kinh Tế TP. HCM – Nhà xuất bản Lao Động - Xã Hội.
20. PGS-TS. Nguyễn Hồng Nga và các cộng sự (2013) - Đề tài cấp ĐHQG TP.HCM “*Thể chế và chất lượng tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam*” Cuốn sách là kết quả của công trình nghiên cứu mang mã số B2011 – 34 – 02, được thực hiện bởi nhóm tác giả thuộc trường Đại học Kinh tế - Luật, thuộc ĐHQG TP.HCM năm 2011-2013, trang 23-28.

21. Phan Thanh Hà, Nguyễn Thị Hồng, Hoàng Huỳnh Mai (2007), *Tác động kinh tế vĩ mô và điều hành chính sách tiền tệ*, NXB Văn Hoá Thông Tin, Hà Nội.
22. Phan Thanh Hà (2007), *Đánh giá hoạt động TTCK Việt Nam và giải pháp trong thời gian tới*, Luận văn thạc sỹ kinh tế trường Đại Học Kinh Tế TP.HCM năm 2007.
23. Phan Văn Nam (2012), *Tác động của dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đến tăng trưởng kinh tế Việt nam* - Luận văn thạc sỹ kinh tế trường Đại Học Kinh Tế TP.HCM năm 2012.
24. Tài liệu dịch Damordar N Gujarati, *Chuỗi thời gian trong kinh tế lượng*, Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright, niên khóa 2003-2004, Kinh tế lượng căn bản, Nhà Xuất Bản McGraw – Hill International, trang 1-32.
25. Tài liệu dịch Hendrik Van den Berg, *Tăng trưởng kinh tế và phát triển*, Tài liệu đọc của Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright, niên khoá 2006-2007.
26. TS.Cù Chí Lợi (2009), *Tăng trưởng và chất lượng tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam*, Viện Khoa Học Xã Hội Việt Nam, Viện Kinh Tế Việt Nam, Nhà xuất bản Từ Điển Bách Khoa, trang 10-28, 160-168.
27. TS. Đào Lê Minh (2006), *Những vấn đề cơ bản về chứng khoán và thị trường chứng khoán*, Ủy Ban chứng khoán nhà nước.
28. TS. Lê Đạt Chí (2010), *Ứng dụng mô hình mạng thần kinh nhân tạo trong dự báo kinh tế - Trường hợp TTCK Việt Nam*, Luận án tiến sĩ, Trường ĐH Kinh Tế TPHCM.
29. TS. Lý Hoàng Ánh – TS. Đoàn Thanh Hà (2005), *Thị trường chứng khoán*, NXB Thống Kê Hà Nội.
30. TS.Vũ Thị Kim Liên (2010), *Phát triển và hoàn thiện thị trường chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh tái cấu trúc hệ thống tài chính* - Phó Chủ Tịch Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước.
31. TS. Nguyễn Minh Phong (2007), “*Đầu tư gián tiếp nước ngoài - Tác động hai mặt và những lựa chọn chính sách cần thiết cho Việt Nam*”, Tạp chí kinh tế và Phát triển, số 6, trang 36-39.

32. ThS. Lê Văn Hình (2008), *Thị trường chứng khoán Việt Nam-Một số đóng góp và tác động*, Đại Học Kinh Tế Quốc Dân Hà Nội.
33. Trần Thị Thuỳ Linh (2007), *Phát triển TTCK VN trong giai đoạn hội nhập đến năm 2020*, Luận án tiến sĩ kinh tế, Trường ĐH Kinh Tế TP.HCM.
34. Trần Thị Mộng Tuyết (2008), *Phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2020*, Luận án tiến sĩ kinh tế - Trường ĐH Kinh Tế TP.HCM.
35. Trần Văn Hoàng, Tống Bảo Trân (2014), *Sử dụng kiểm định nhân quả để phân tích mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán ở Việt Nam*, Tạp chí Phát triển kinh tế- ĐH Kinh Tế TP.HCM (02/2014) trang 116-131.
36. Trần Thị Quế Giang (2013), *Tài chính toàn cầu và vai trò của tài chính đối với phát triển kinh tế*, trang 28.
37. Thời báo kinh tế Việt Nam: *Kinh tế Việt Nam và Thế giới năm 2011-2012*, trang 40-42.
38. Thời báo kinh tế Việt Nam: *Kinh tế Việt Nam và Thế giới năm 2012-2013*, trang 10-50.
39. Thời báo kinh tế Việt Nam: *Kinh tế Việt Nam và Thế giới năm 2013-2014*, trang 19-104.
40. Võ Thị Hà Hạnh (2010), *Những nhân tố quyết định của sự phát triển TTCK ở những nước ASEAN*, Luận văn thạc sỹ kinh tế phát triển- Cao Học Việt Nam – Hà Lan.
41. Vũ Đình Ánh (2007), *Nhận dạng thị trường chứng khoán Việt Nam, Kỷ yếu Hội thảo khoa học TTCK Việt Nam và tác động của nó đến thị trường tài chính Việt Nam trong bối cảnh hội nhập WTO-NXB Văn Hoá Thông Tin, Hà Nội.*
42. GS.TS. Vũ Thị Ngọc Phùng (2005), *Giáo trình kinh tế phát triển-Khoa Kế hoạch và phát triển*, Nhà xuất bản Trường ĐH Kinh Tế Quốc Dân, trang 21-91.
43. GS.TS. Nguyễn Kế Tuấn (2011), *Kinh tế Việt Nam năm 2010* – Nhà Xuất Bản Đại Học Kinh Tế Quốc Dân, trang 30-32

44. GS.TS Hoàng Đức Thân, TS. Đinh Quang Ty (2009), *Tăng trưởng kinh tế và tiến bộ công bằng xã hội ở Việt Nam*- Nhà Xuất Bản Chính Trị Quốc Gia, trang 50-78.
45. W. Easterly (2009). *Truy tìm căn nguyên tăng trưởng*, NXB Lao động – Xã hội, Hà Nội

Tài liệu Tiếng Anh

46. Adjasi, C.K.D.(2009). *Macroeconomic uncertainty and conditional stock-price volatility in frontier African markets: Evidence from Ghana*. The Journal of Risk finance, 10(4), 333-349.
47. Agrawalla, R.K. &Tuteja, S.K. (n.d.) (2001). *Causality between Stock Market Development and Economic Growth*. A case study of Africa.
48. Andriy Gamolya (1996), *Stock Market and Economic Growth in Ukraine*, National University -Kyviv-Mohyla Academy.
49. Aghion và Howitt (1998).*The effect of financial development on convergence: Theory and evidence*.
50. Atje, R., and B. Jovanovic.1993. “*Stock Markets and Development*” European Economic Review 37: 632-640.
51. Azariadas, C, and B. D. Smith, 1996. "*Private Information, Money and Growth: Indeterminacies, Fluctuations, and the Mundell-Tobin Effect*." Journal of Economic Growth 1, pp. 309-322.
52. Agenor, P-R., 2003. *Benefits and costs of international financial integration: Theory and facts*. The World Economy, 26: 1089-1118.
53. Barro, R.J(1998), *Determinants of Economic Growth: A Cross Country Empirical Study*, Cambridge, MA: MIT Press.
54. Boopen Seetanah (University of Mauritius,Reduit),Rojid Sawkut (the world bank),Vinesh Sannasee (University of Mauritius,Reduit),Binesh Seetanah (Royal Melbourne University, Australia) (2007),*Stock market development and economic growth in developing countries*. Evidence from panel VAR framework.

55. Beck, T. and R. Levine (2002), *Stock Markets, Banks and Growth: Correlation or Causality*, World Bank Working Paper.
56. Bencivenga, Valerie R&Smith, Bruce D (1991), *Financial Intermediation and Endogenous Growth* Review of Economic Studies, Wiley Blackwell, vol.58(2).
57. Bencivenga, V. R., Smith, B. D., & Starr, R. M. (1995). *Transactions costs, technological choice, and endogenous growth*. Journal of Economic Theory, 67, 153–177. <http://dx.doi.org/10.1006/jeth.1995.1069>.
58. Barro, R.J., 1995."Inflation and Economic Growth." NBER Working Paper, No.5326.
59. Bose, Niloy, 2002. "Inflation, the Credit Market, and Economic Growth." OxfordEconomic Papers 54, pp. 412-434.
60. Caselli, Francesco, Gerardo Esquivel and Fernando Lefort. 1996. "Reopening the Convergence Debate: A New Look at Cross-Country Growth Empirics," Journal of Economic Growth.1: 363-89.
61. Carlos, Ann and Stephen Nicholas, "Agency Problems in Early Chartered Companies: The Case of the Hudson Bay Company," Journal of Economic History, 1990, 853-875.
62. Charles K.D. Adjasi, Nicholas B. Biekpe (2006), *Stock market development and economic growth: The case of selected African countries*, African Development Review, volume 18, issue 1, pages 144-161.
63. Cooper, H.M. (1984). *The integrative research review: A systematic approach. Applied social research methods series*. Beverly Hills, CA: Sage.
64. Choi, S., Smith, B.D., and J. H. Boyd, 1996. "Inflation, Financial Markets, and Capital Formation." Federal Reserve Bank of St. Louis Review 78, pp. 41-58.
65. Demirguoc-Kunt, A., & Levine, R. (1995). *Stock markets, corporate finance, and economic growth: an overview* World Bank Economic Review, 10, 223–239. <http://dx.doi.org/10.1093/wber/10.2.223>.

66. Demirgüç-Kurt, Asli and Vojislav Maksimovic. 1996. "Stock Market Development and the Financing Choices of Firms," World Bank Economic Review. 10: 341-369.
67. Demirguc-Kunt, A. and Maksimovic,V., 1998. *Law, finance, and firm growth. Journal of Finance*, Vol.53, No.6, pp.2107-39.
68. Douglass C.North và Robert paul Thomas (1973), *The Rise of Western World- A New Economic History*, Published by the Press Syndicate of the University of Cambridge, Pages 120.
69. Dimitrios Asterious and Stephen G.Hall (2009), *Applied Econometrics- A modern approach using Eviews and Microfit*, Revised Edition- Palgrave Macmillan- Page 278-340.
70. Darrat, Ali, and F. Lopez. 1989. "Has Inflation Uncertainty Hampered Economic Growth in Latin America?" International Economic Journal. 3: 1-15.
71. Devereux, M. B., & Smith, G. W. (1994). *International risk sharing and economic growth*. International Economic Review, 35, 535–550. <http://dx.doi.org/10.2307/2527072>.
72. De Gregorio, Jose, 1992. "Effects of Inflation on Economic Growth: Lessons from Latin America." European Economic Review 36 (April), pp. 417-25.
73. De Gregorio, J. and Guidotti, P., 1995. *Financial development and economic growth*. World Development, Vol.23, pp.433-48.
74. F'elix Fofana N'Zu' (2004), *Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from C^ote D'Ivoire*, Journal compilation, African Development Bank, 123-139.
75. Fisher, S., 1993. "The Role of Macroeconomic Factors in Growth." Journal of Monetary Economics 32 (December), pp. 485-512.
76. Griffin (1998), *Stock Market and Economic Growth: A Positive Long-Run Relation*, DESA Working Pape, No.29, ST/ESA/DWP/29.

77. Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990). *Financial development, growth, and the distribution of income*. Journal of Political Economy, 98, 1076–1107. <http://dx.doi.org/10.1086/261720>.
78. Greenwood, J., & Smith, B. (1997). *Financial markets in development and the development of financial markets*. Journal of Economic Dynamics and Control, 21, 145–182. [http://dx.doi.org/10.1016/0165-1889\(95\)00928-0](http://dx.doi.org/10.1016/0165-1889(95)00928-0).
79. Gursoy Cudi Tuncer, Muslumov Alovst (1998), “*Stock markets and economic growth: A causality test*”, Journal of Institute of Social sciences, Istanbul Technical University, pages 124-130.
80. Harris, Richard. 1997. “*Stock Markets and Development: A Re-assessment*,” European Economic Review. 41: 139-46.
81. Hess, Gregory, and Richard Porter. 1993. “*Comparing Interest-Rate Spreads and Money Growth as Predictors of Output Growth: Granger Causality in the Sense Granger Intended*,” Journal of Economics and Business. 45: 247-68.
82. Hermes, Niels & Lensink, Robert, (2000). *Foreign direct investment, financial development and economic growth*. Research Report 00E27. University of Groningen, Research institute SOM (Systems, Organisation and Management), page 509.
83. Huybens, E., and B. D. Smith, 1998. “*Financial Market Frictions, Monetary Policy, and Capital Accumulation in a Small Open Economy*.” Journal of Economic Theory 81,pp. 353-400.
84. Hamid Mohtadi and Sumit Agarwal (2001). “*Stock market development and economic growth: Evidence from developing countries*”. Department of economics, University of Wisconsin-Milwaukee, pages 1-19.
85. Hicks, John, *A Theory of Economic History*, Clarendon Press, 1969.
86. Ita Joseph John, Cornelius M.Ojong and Emmanuel Sebastian Akpan (2010), *Determinants of stock market development in Negeria using Error Correction Model Approach*, Ita Joseph John, Cornelius M.Ojong and Emmanuel Sebastian Akpan, Global Journal of Social Sciences Vol 9, No.1:29-37.

87. James Laurenceson (2002), *The impact of stock markets on China's economic development:some preliminary assessments*,schools of economics,the university of Queensland, Brisbane Qld 4072,Australia, ISSN 1033-4661.
88. Jarita Duasa, Salina, 2009, Foreign Porfolio Investment and economic growth in Malaysia, [http:// findarticles.com/p/articles/mi_6788/is_2_48/ai_n56288193/](http://findarticles.com/p/articles/mi_6788/is_2_48/ai_n56288193/).
89. Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). *Performance pay and top management incentives*. Journal of Political Economy, 225–264.<http://dx.doi.org/10.1086/261677>.
90. J.Benson Durham, 2003, Foreign Portfolio Investment, Foreign Banking Lending and Economic Growth www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2003/757/ifdp757.pdf.
91. Rajan, Raghuram and Luigi Zingales. 1998. "*Financial Dependence and Growth*" American Economic Review. 88: 559-586.
92. King, R. G., and R. Levine, 1993a. "*Finance and Growth: Schumpeter might be Right*." Quarterly Journal of Economics 108, pp. 717-738.
93. King, R. G, and R. Levine, 1993b."*Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence*. "Journal of Monetary Economics 32, pp. 513-542.
94. Khan, A. (2001). *Financial development and economic growth. Macroeconomics Dynamics*5, pp.413-433.
95. Liu,M-H., &Shrestha, K.M. (2008). *Analysis of the long-term relationship between macro-economic variables and the Chinese stock market using heteroscedastic cointegration*. Managerial Finance,34(11),744-755.
96. Lucas, R.E.(1993), *making a miracle*, Econometrica, Vol.61, No2,pp.251-272.
97. Levine, R. (1991). *Stock markets, growth and tax policy*. Journal of Finance, 46, 1445–1465.<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04625.x>.
98. Levine, Ross, and Sara Zervos. 1996. "*Stock Market Development and Long-run Growth*," World Bank Economic Review. 10: 323-339.
99. Levine, R., and S. Zervos, 1998. "*Stock Markets, Banks and Economic Growth*. American Economic Review 88 (3), pp. 537-558.

100. Michael Adusei (2014), *Does stock market development promote economic growth in Ghana*, International Journal of Economics and Finance; Vol. 6, No. 6; 2014,ISSN 1916-971X E-ISSN 1916-9728.
101. M.imam Alam-University of Northern Iowa and Tanweer Hasan-Roosevelt Univesity, *The causality between stock market development and economic growth: evidence from the United States*,Studies in Economics and Finance Vol.21, No.1, spring 2003, pages 93-104.
102. Mayer, C. (1988). *New issues in corporate finance*. European Economic Review, 32, 1167–1188. [http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921\(88\)90077-3](http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921(88)90077-3).
103. McClain, Katherine T., and Len M. Nichols, 1994. "On the Relationship between Investment and Inflation: Some Results from Cointegration, Causation, and Sign Tests." Journal of Post Keynesian Economics 16 (2).
104. Mougani, G., 2012. *An analysis of the impact of financial integration on economic activity and macroeconomic volatility in Africa within the globalization contexts*. African Development Bank Group, working paper No.144.
105. M.Pagano (1993), *Financial Markets and Growth- An Overview*, European Economic Review 37(1993) 613-622.
106. Mankiw, N.G.,Romer, D.and Weil, D.N.(1992), *A contribution to the Empirics of Economic Growth*, Quarterly Journal of Economics: 407-437.
107. McKinnnon(1991), “ *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*”. The Johns Hopkins University Press, page 221-235.
108. Obstfeld, Maurice, *Risk Taking, Global Diversification, and Growth*," American Economic Review, 1994,pp. 1310-1329.
109. Omotola Awojobi, 2013. *Does trade openness and financial liberalization foster growth: An empirical study of Greek economy*. International Journal of Social Economics, Vol.40, pp.537-555.
110. Levine, Ross, and Sara Zervos. 1996. “*Stock Market Development and Long-run Growth*,” World Bank Economic Review. 10: 323-339.

111. Levine, R., 1997. *Financial development and economic growth : views and agenda*. Journal of Economic Literature, Vol.35, No.2, pp.688-726.
112. Levine, Ross, and Sara Zervos. 1998. "*Stock Markets, Banks, and Economic Growth*," American Economic Review. 88: 537-558.
113. Luintel, Kul and Mosahid Khan, 1999. "*A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus: Evidence form a Multivariate VAR*." Journal of Development Economics. 60: 381-405.
114. Lucas, 1988. *On the mechanics of economic development*. Journal of Monetary Economics, 22, pp.3-42.
115. Rama K.Agrawalla và S.K.Tuteja (2007), *Causality between Stock Market Development and Economic Growth*, Volume 7,Number 3,December 2007,Journal of Management Research.
116. Ramu Ramanathan (2005), *Introductory Econometrics with Applications*, South Western Educational Publishing, pages 4-50.
117. Romer, P.M.(1986), *Increasing Returns and Long-Run Growth*, the Journal of Political Economy, 94(5):1002-1037.
118. Ross Levine and Zervos (1996), *Bank Supervision, Corporate Finance, and Economic Development*, University of Minnesota & the NBER.
119. Ross Levine (1997). *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*. Journal of Economic Literature. Vol. XXXV, pp. 688–726.
120. Randa K.Filer, Jan Hanousek, Nauro F.Campos (2000). *Do Stock Markets promote Economic Growth*. Hunter College and the Graduate center of the City University of New York.Pages 2-18.
121. Rousseau, Peter L., and P. Wachtel, 2002. "*Inflation Thresholds and the Finance-Growth Nexus*." Journal of International Money and Finance 21, pp. 777-793.
122. Solow, R.M.(1956), *a contribution to the theory of economic growth*, The Quarterly Journal of Economics, pages 65-94.

123. Singh, A. and B. A. Weiss (1998), *Emerging Stock Markets, Portfolio Capital Flows and Long-Term Economic Growth: Micro and Macroeconomic Perspectives*, World Development, Vol. 26, No. 4 (April), pp. 22-607.
124. Schultz, T.W (1961), *Investment in Human Capital*, American Economic Review, 51(1):1.
125. Solow, R. (1991), *Growth theory*, London Routledge, pp.393-412.
126. Syrya Bahadur G.C. (2006), *Stock market and economic development: a causality test*, The Journal of Nepalese Business Studies – Vol.III No.1-Dec.2006.
127. Spears, Annie. 1991. “*Financial Development and Economic Growth - Causality Tests*,” Atlantic Economic Journal. 19- 66.
128. Sumit,Agarwal, 2001. *Stock Market Development and Economic Growth: Preliminary Evidence from African Countries*.*Journal of Sustainable Development in Africa* 3 (1): 48–56.
129. Simon Kuznets, *Modern Economic Growth: Rate, Structure and Spread*.New Haven, Yale University Press, 1966, pp.529.
130. Stiglitz, J.E., 2003. *Tự do hóa thị trường vốn, toàn cầu hóa và IMF. Dịch từ tiếng Anh*. Người dịch Kim Chi, 2012.<http://www.fetp.edu.vn/vn/mpp4/hoc-ky-he-2012/tai-chinh-phat-trien/bai-doc/>.Ngày truy cập 25 tháng 10 năm 2014.
131. Seetanah et al., 2008. *Financial development and economic growth: New evidence from a sample of island economies*. Journal of Economic Studies, Vol.36, pp.124-134.
132. Soukhakian, N., 2007. *Financial development and economic growth in Iran: evidence from causality test*. International Journal of Economic Perspectives, Vol.1, No.2, pp.56-63.
133. Thornton, John. 1995. “*Financial Deepening and Economic Growth in Developing Countries*,”*Economia Internazionale*. 48: 30-423.
134. Pearce, W.D (1986), *The MIT dictionary of modern economics*, 3rd edn, MIT press, Cambridge MA.

135. Patrick, H.T.(1966. *Financial development and economic growth in underdeveloped countries*. Economic Development and Cultural Change, 14, pp.174-189.
136. World Bank (1993), *the East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, Oxford University Press.

Tài liệu từ Internet

137. Báo cáo thường niên từ năm 2008-2013 Sở Giao Dịch chứng khoán TP.HCM, <http://www.hsx.vn/hsx/Modules/annual/annual.aspx>, ngày truy cập 9/3/2014.
138. Biểu đồ Vn-Index và giá cổ phiếu Sở Giao dịch chứng khoán TPHCM, http://www.hsx.vn/hsx/Modules/Statistic/VN_Index_Stock.aspx, ngày truy cập 12/12/2014.
139. Cung ứng tiền tệ, http://vi.wikipedia.org/wiki/Cung_%E1%BB%A9ng_ti%E1%BB%81n_t%E1%BB%87”, ngày truy cập 05/10/2013.
140. Chỉ tiêu kinh tế của Việt Nam, <http://elibrary-data.imf.org/DataReport.aspx?c=1449311&d=33061&e=169393>, ngày truy cập 12/3/2013.
141. Cơ hội từ cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, <http://tinnhanhchungkhoan.vn/chung-khoan/co-hoi-tu-co-phan-hoa-doanh-nghiep-nha-nuoc-100763.html>, ngày 17/10/2014.
142. Cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam: Lý luận và thực tiễn: <http://doc.edu.vn/tai-lieu/de-tai-co-phan-hoa-doanh-nghiep-nha-nuoc-o-viet-nam-ly-luan-va-thuc-tien-22081/>, ngày 17/10/2014.
143. Các chỉ tiêu tăng trưởng và phát triển kinh tế, <https://voer.edu.vn/m/cac-chi-tieu-tang-truong-va-phat-trien-kinh-te/cf79805f>, ngày truy cập 30/10/2013.
144. Đẩy mạnh hoạt động hợp tác quốc tế- Góp phần thúc đẩy sự phát triển của ngành chứng khoán, https://www.google.com.vn/?gfe_rd=cr&ei=eNM8VMnYOqSL8Qfal4GQBw&gws_rd=ssl#q, ngày truy cập 14/10/2014.

145. Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ VII của Đảng,
http://dangcongsan.vn/cpv/Modules/News/NewsDetail.aspx?co_id=30145&cn_id=181380, ngày truy cập 31/10/2014.
146. Kết quả đấu thầu TPCK do Kho bạc Nhà nước phát hành đợt
05/20014, http://tpcp.mof.gov.vn/portal/page/portal/tpcp/76419008/76419115?p_page_id=76419115&pers_id=76423331&item_id=118603271&p_details=1, ngày truy cập 14/10/2014.
147. Kết hợp chặt chẽ tăng trưởng kinh tế với công bằng xã hội,
http://truongchinhtrithanhhoa.gov.vn/s/?ket-hop-chat-che-tang-truong-kinh-te-voi-cong-bang-xahoi&tp=news®ion_id=16&keyword=&masterid=8213&id=10909,
ngày 29/10/2014.
148. Lý thuyết của Keynes vai trò kinh tế của nhà nước và sự vận dụng vào nước ta hiện nay, <http://doc.edu.vn/tai-lieu/de-tai-ly-thuyet-cua-keynes-vai-tro-kinh-te-cua-nha-nuoc-va-su-van-dung-o-nuoc-ta-hien-nay-22088/>, ngày truy cập 19/9/2014.
149. Nghị định 48/NĐ-CP ngày 11/7/1998, <http://thuvienphapluat.vn/archive/Nghi-dinh-48-1998-ND-CP-chung-khoan-va-thi-truong-chung-khoan-vb41794.aspx>, ngày truy cập 1/12/2013.
150. Nghị định 64 /2002/NĐ-CP ngày
19/6/2002, <http://thuvienphapluat.vn/archive/Nghi-dinh-64-2002-ND-CP-chuyen-doanh-nghiep-nha-nuoc-thanh-cong-ty-co-phan-vb49622.aspx>, ngày truy cập 30/1/2014.
151. Nghị định 17/2000/NĐ-CP, <http://thuvienphapluat.vn/archive/Nghi-dinh-17-2000-ND-CP-to-chuc-va-hoat-dong-cua-Thanh-tra-chung-khoan-vb46391.aspx>, ngày truy cập 1/11/2014.
152. Nghị định số 22/2000/NĐ-CP, <http://thuvienphapluat.vn/archive/Nghi-dinh-22-2000-ND-CP-xu-phat-vi-pham-hanh-chinh-trong-linh-vuc-chung-khoan-va-thi-truong-chung-khoan-vb46518.aspx>, ngày truy cập 1/11/2014.

153. Quyết định 127/1998/QĐ-TTg về việc thành lập hai Trung tâm giao dịch chứng khoán: http://www.vietquocluat.com.vn/docs/Quyết-dinh-cua-Thu-tuong-Chinh-phu-so-127-1998-QĐ-TTg-ngay-11-thang-7-nam-1998-ve-viec-thanh-lap-trung-tam-Giao-dich-chung-khoan_page-331_.1341, ngày truy cập 31/10/2014.
154. Quyết định 202/CT ngày 8/6/1992, <http://thuvienphapluat.vn/archive/Quyết-dinh-202-CT-tiep-tuc-lam-thi-diem-chuyen-doanh-nghiep-Nha-nuoc-thanh-Cong-ty-co-phan-vb38317.aspx>, ngày truy cập 31/10/2014.
155. Quyết định 143/HĐBT ngày 10/5/1990, <http://thuvienphapluat.vn/archive/Quyết-dinh/Quyết-dinh-143-HĐBT-tong-ket-thuc-hien-QĐ-217-HĐBT-nam-1987-Nghi-dinh-50-HĐBT-ND-98-HĐBT-nam-1988-tiep-tuc-doi-moi-quan-ly-xi-nghiep-quoc-doanh-vb37951t17.aspx>, ngày truy cập 3/1/2013.
156. Thông tin thị trường của Sở Giao Dịch Chứng Khoán Singapore: <http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/marketinfo/securities/stocks>, ngày truy cập 13/4/2014.
157. Tổng quan về cấu trúc Sở Giao Dịch Chứng Khoán Malaysia: <http://www.bursamalaysia.com/market/regulation/structure/overview/>, ngày truy cập 28/02/2014
158. Thống kê Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, <http://hnx.vn/web/guest/tong-hop2>, ngày truy cập 9/08/2014.
159. Thuật ngữ thị trường chứng khoán trong từ điển Longman dictionary: <http://www.ldoceonline.com/dictionary/stock-market>, ngày truy cập 29/10/2013.
160. Thuật ngữ thị trường chứng khoán trong từ điển Latin, <http://ablemedia.com/ctcweb/showcase/wordsonline.html>, ngày truy cập 29/10/2013.
161. Thuật ngữ thị trường chứng khoán trong từ điển American Heritage dictionary, <https://ahdictionary.com/word/search.html?q=stock+market>, ngày truy cập 29/10/2013.

162. Tổng Cục Thống Kê, <http://www.gso.gov.vn/Default.aspx?tabid=217>, ngày truy cập 31/10/2014.
163. Tổng quan về Sở Giao Dịch Chứng Khoán Đài Loan:
<http://www.twse.com.tw/en>, ngày truy cập 07/09/2013.
164. Thông tư 29/2005/TT-BTC ngày 14/4/2005,
<http://thuvienphapluat.vn/archive/Thong-tu-29-2005-TT-BTC-huong-dan-Quy-che-cong-khai-tai-chinh-doanh-nghiep-nha-nuoc-vb53339.aspx>, ngày truy cập 1/11/2014.
165. Giới thiệu về Sở Giao Dịch Chứng Khoán Indonesia:
http://en.wikipedia.org/wiki/Indonesia_Stock_Exchange, ngày truy cập 07/07/2013
166. Giới thiệu về Sở Giao Dịch Chứng Khoán Phippines:
<http://www.pse.com.ph/stockMarket/home.html>, ngày truy cập 24/8/2013.
167. Giới thiệu về Sở Giao Dịch Chứng Khoán Thái Lan:
<http://www.set.or.th/th/index.html>, ngày truy cập 09/12/2013.
168. Sơ bộ chiến lược phát triển thị trường chứng khoán 2011-2020,
<http://www.itimes.vn/Root/printdocument.aspx?articleid=8468>, ngày truy cập 9/2/2014.
169. Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP.HCM, <http://www.hsx.vn/hsx/Default.aspx>, ngày truy cập 31/10/2014.
170. Tăng trưởng kinh tế,
http://vi.wikipedia.org/wiki/T%C4%83ng_tr%C6%B0%E1%BB%9Fng_kinh_t%E1%BA%BF, ngày truy cập 30/10/2013.
171. Trung Tâm Lưu Ký Chứng Khoán Việt Nam, <http://www.vsd.vn/home.htm>, ngày truy cập 31/10/2014.
172. Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước,
http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/vi/vimenu/vipages_trangchu, ngày truy cập 31/10/2014.

173. Word Bank Indicators:

*<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>, ngày truy cập
10/6/2014.*

PHỤ LỤC 1

KIỂM TRA HIỆN TƯỢNG ĐA CỘNG TUYẾN (COLLINEARITY STATISTICS)

Mục tiêu: kiểm định xem các biến độc lập có bị đa cộng tuyến với nhau hay không

Phương pháp: dựa vào nhân tố phóng đại phương sai variance inflate factor (VIF) với $VIF = 1 / (1 - R_i^2)$ với R_i^2 là R^2 của hàm hồi qui phụ. Theo qui tắc của Thumbé VIF >10 thì có đa cộng tuyến mạnh giữa các biến độc lập trong mô hình, bắt buộc phải xử lý. Nếu VIF có giá trị từ 5-10 tùy trường hợp chấp nhận rủi ro. Nếu VIF nhỏ hơn 5 có thể kết luận mô hình với các biến giải thích không bị đa cộng tuyến

Bảng phụ lục 1: Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến của các biến giải thích

Mô hình hồi qui phụ		Collinearity Statistics	
Biến phụ thuộc	Biến độc lập		
		Tolerance (R_i^2)	VIF
STOCKDEV	MOSUPPLYGDP, INVGDP,CPI	0.469	1.282
MOSUPPLYGDP	STOCKDEV,INVGDP,CPI	0.632	1.665
INVGDP	STOCKDEV, MOSUPPLYGDP ,CPI	0.453	1.258
CPI	INVGDP, MOSUPPLYGDP, STOCKDEV	0.563	1.464

a. Dependent Variable: GDP

Dựa vào hệ số VIF có thể kết luận các biến giải thích trong mô hình nghiên cứu không bị đa cộng tuyến với nhau.

PHỤ LỤC 2

KIỂM TRA HIỆN TƯỢNG TỰ TƯƠNG QUAN (AUTOCORRELATION)

Tác giả sử dụng kiểm định Larange (LM test) do Breusch (1978) và Godfrey (1978) đề xuất

H0: $\rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_p = 0$ (Không xảy ra hiện tượng tự tương quan nếu $p=0$)

H1: Tồn tại ít nhất $P_i \neq 0$ (tự tương quan bậc i)

Bảng phụ lục 2: Kiểm định hiện tượng tự tương quan

Lags	LM-Stat	Prob
1	46.871	0.151
2	25.594	0.429
3	26.362	0.389
4	38.579	0.240
Probs from chi-square with 25 df.		

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của Tác giả

Bởi vì p-value $> \alpha = 5\%$ nên chấp nhận giả thuyết H0. Vì vậy có thể kết luận mô hình không xảy ra hiện tượng tự tương quan.

PHỤ LỤC 3

KIỂM TRA PHƯƠNG SAI THAY ĐỔI (HETEROSKEDASTICITY)

Với các giả thuyết

H0: Không có phương sai thay đổi

H1: Tồn tại ít nhất một ρ_i khác không (Có phương sai thay đổi)

Bởi vì giá trị $p\text{-value} = 0.2823 > 0.05$. Vì vậy Tác giả có thể kết luận mô hình không có hiện tượng phương sai thay đổi

Bảng phụ lục 3: Kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi

Joint test:					
Chi-sq	Df	Prob.			
344.3403	330	0.2823			
Individual components:					
Dependent	R-squared	F(22,10)	Prob.	Chi-sq(22)	Prob.
res1*res1	0.703677	1.511173	0.2146	26.03606	0.2501
res2*res2	0.695980	1.456798	0.2362	25.75125	0.2625
res3*res3	0.561400	0.814535	0.6762	20.77181	0.5349
res4*res4	0.388223	0.403826	0.9724	14.36426	0.8880
res5*res5	0.591080	0.919843	0.5820	21.86997	0.4677
res2*res1	0.527252	0.709731	0.7711	19.50832	0.6138
res3*res1	0.613261	1.009097	0.5070	22.69066	0.4194
res3*res2	0.504888	0.648929	0.8235	18.68087	0.6649
res4*res1	0.473210	0.571639	0.8836	17.50877	0.7347
res4*res2	0.665384	1.265412	0.3302	24.61922	0.3156
res4*res3	0.677925	1.339460	0.2903	25.08322	0.2931
res5*res1	0.778631	2.238313	0.0616	28.80935	0.1504
res5*res2	0.501904	0.641229	0.8299	18.57046	0.6717
res5*res3	0.681888	1.364077	0.2780	25.22986	0.2862
res5*res4	0.659703	1.233661	0.3488	24.40902	0.3262

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của Tác giả

PHỤ LỤC 4:

KIỂM ĐỊNH PHÂN PHỐI CHUẨN CHO PHẦN DƯ

Sau khi lưu lại phần dư của mô hình VECM .Tác giả đặt giả thuyết

H0: Phần dư có phân phối chuẩn

H1: Phần dư không có phân phối chuẩn

Bởi vì giá trị p-value (cột probability) của tất cả 5 biến trong mô hình nghiên cứu đều có giá trị lần lượt là 0.163; 0.435; 0.758; 0.812; 0.786. Các giá trị này đều lớn hơn mức ý nghĩa $\alpha=0.05$. Vì vậy Tác giả chấp nhận H0. Điều này có nghĩa phần dư của các biến trong mô hình đều có phân phối chuẩn.

Bảng phụ lục 4: Kiểm định phân phối chuẩn của phần dư

	RESID01	RESID02	RESID03	RESID04	RESID05
Mean	0.070793	4.376601	0.083115	4.957707	0.438918
Median	0.218206	3.695420	-0.651544	4.034472	0.210220
Maximum	1.032539	38.50029	8.146390	81.28645	5.837038
Minimum	-1.687216	-29.22908	-6.512741	-72.76713	-4.501103
Std. Dev.	0.618461	15.01751	3.389238	31.94044	2.345982
Skewness	-0.746637	0.488619	0.295046	0.072647	0.271759
Kurtosis	3.355383	3.351699	3.107724	3.498521	3.132060
Jarque-Bera	3.632417	1.662972	0.554713	0.415685	0.482314
Probability	0.162641	0.435402	0.757784	0.812335	0.785718
Sum	2.619328	161.9342	3.075241	183.4352	16.23996
Sum Sq. Dev.	13.76977	8118.927	413.5297	36726.89	198.1307
Observations	37	37	37	37	37

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả

PHỤ LỤC 5

KẾT QUẢ CHẠY MÔ HÌNH VECM

Bảng phụ lục 5.1: Phương trình đồng liên kết

Phương trình đồng liên kết của các biến số	
ECOGROWTH(-1)	1.000000
STOCKDEV(-1)	-0.185192
	(0.03655)
	[-5.06639]
INVGDP(-1)	-1.237189
	(0.11963)
	[-10.3419]
MOSUPPLYGDP(-1)	-0.231996
	(0.02688)
	[-8.63206]
CPI(-1)	-0.250690
	(0.03210)
	[-7.81087]

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của Tác giả

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc đơn [] là thống kê t. Bác bỏ giả thuyết H0 nếu hệ số lớn hơn giá trị tới hạn lần lượt 1%, 5%, 10% là 2,756; 2,045; 1,699.

(), (**), (***) : có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, 1%*

Bảng phụ lục 5.2: Kết quả chạy mô hình VECM

Error Correction:	D(ECOGROWT H)	D(STOCK DEV)	D(INVGDP)	D(MOSUPPL YGDP)	D(CPI)
CointEq1	0.106591***	-1.199627*	0.092728*	-11.63223***	0.107370*
	(0.02911)	(0.73218)	(0.15852)	(1.51181)	(0.11165)
	[3.66151]	[-1.73844]	[1.88497]	[-7.69424]	[1.96170]
D(ECOGROWTH(-1))	-0.532200**	-0.648069	-1.047885	15.62702	1.500607*
	(0.22817)	(5.73859)	(1.24242)	(11.8491)	(0.87505)
	[-2.33252]	[-0.11293]	[-0.84342]	[1.31883]	[1.71488]

D(ECOGROWTH(-2))	-0.454472**	0.601250	-2.116265*	23.58398**	2.314851***
	(0.19120)	(4.80880)	(1.04112)	(9.92928)	(0.73327)
	[-2.37698]	[0.12503]	[-2.03268]	[2.37519]	[3.15688]
D(STOCKDEV(-1))	0.031729***	-0.034280**	-0.012818	-0.733767	-0.004070
	(0.01013)	(0.25482)	(0.05517)	(0.52615)	(0.03886)
	[3.13172]	[-2.13453]	[-0.23234]	[-1.39459]	[-0.10476]
D(STOCKDEV(-2))	0.020524**	-0.273073	0.072738	-0.800884*	-0.015392
	(0.00874)	(0.21971)	(0.04757)	(0.45365)	(0.03350)
	[2.34950]	[-1.24290]	[1.52915]	[-1.76541]	[-0.45943]
D(INVGDP(-1))	0.101950***	-2.20088***	-0.826121***	-13.72262***	-0.016392
	(0.02964)	(0.74546)	(0.16139)	(1.53924)	(0.11367)
	[3.43967]	[-2.95238]	[-5.11863]	[-8.91520]	[-0.14420]
D(INVGDP(-2))	0.051254***	-0.899820*	-0.151661	-6.229304***	-0.054510
	(0.01813)	(0.45590)	(0.09870)	(0.94134)	(0.06952)
	[2.82760]	[-1.97374]	[-1.53653]	[-6.61748]	[-0.78412]
D(MOSUPPLYGDP(-1))	-0.021324***	0.087639	0.006075	1.214196***	-0.006624
	(0.00590)	(0.14839)	(0.03213)	(0.30639)	(0.02263)
	[-3.61431]	[0.59061]	[0.18911]	[3.96290]	[-0.29275]
D(MOSUPPLYGDP(-2))	-0.012178***	0.125233*	0.005570	1.012652***	0.015014
	(0.00284)	(0.07148)	(0.01548)	(0.14759)	(0.01090)
	[-4.28490]	[1.75199]	[0.35994]	[6.86108]	[1.37748]
D(CPI(-1))	-0.044217***	0.192479	0.071509	2.305021	0.800107***
	(0.04945)	(1.24376)	(0.26928)	(2.56813)	(0.18966)
	[-2.89415]	[0.15476]	[0.26556]	[0.89755]	[4.21875]
D(CPI(-2))	-0.014749	-0.874277	-0.297950	-0.954743	0.115821

			(0.26837 [-1.11023]	(2.55946) [-0.37303]	(0.18901) [0.61276]
	(0.04928) [-0.29927]	(1.23956) [-0.70531]			

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc đơn [] là thống kê t. Bác bỏ giả thuyết H0 nếu hệ số lớn hơn giá trị tới hạn lần lượt 1%, 5%, 10% là 2,756; 2,045; 1,699.

(), (**), (***) : có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5%, 1%*

PHỤ LỤC 6

KIỂM ĐỊNH NHÂN QUẢ GRANGER (GRANGER CAUSALITY TEST)

Bảng phụ lục 6: Kiểm định nhân quả Granger

Dependent variable: D(ECOGROWTH)				
Excluded	Chi-sq	Df	Prob.	
D(STOCKDEV)	13.32883	2	0.0013	
D(INVGDP)	12.53314	2	0.0019	
D(MOSUPPLYGDP)	19.06435	2	0.0001	
D(CPI)	4.553052	2	0.1026	
All	25.20167	8	0.0014	
Dependent variable: D(STOCKDEV)				
Excluded	Chi-sq	Df	Prob.	
D(ECOGROWTH)	0.026710	2	0.9867	
D(INVGDP)	8.734277	2	0.0127	
D(MOSUPPLYGDP)	3.892270	2	0.1428	
D(CPI)	1.149528	2	0.5628	
All	14.73237	8	0.0646	

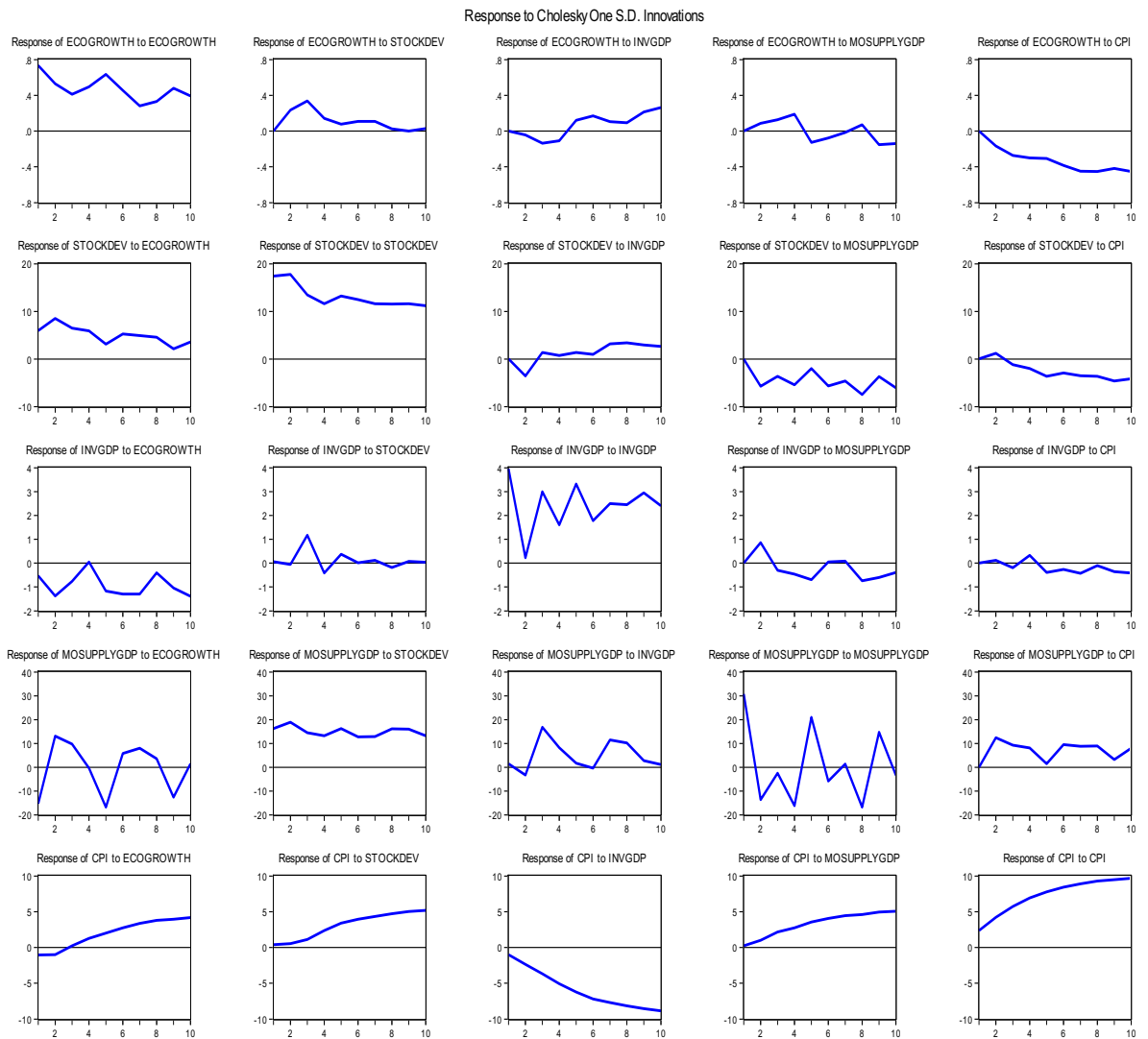
Dependent variable: D(INVGDP)			
Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
D(ECOGROWTH)	5.079825	2	0.0789
D(STOCKDEV)	2.569666	2	0.2767
D(MOSUPPLYGDP)	0.137816	2	0.9334
D(CPI)	2.746933	2	0.2532
All	19.05325	8	0.0146
Dependent variable: D(MOSUPPLYGDP)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(ECOGROWTH)	7.807484	2	0.0202
D(STOCKDEV)	4.390962	2	0.1113
D(INVGDP)	81.04794	2	0.0000
D(CPI)	1.299583	2	0.5222
All	119.0277	8	0.0000
Dependent variable: D(CPI)			
Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
D(ECOGROWTH)	13.64458	2	0.0011
D(STOCKDEV)	0.212123	2	0.8994
D(INVGDP)	0.822635	2	0.6628
D(MOSUPPLYGDP)	5.065956	2	0.0794
All	17.98562	8	0.0213

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của Tác giả

PHỤ LỤC 7

HÀM PHẢN ỨNG SUNG

Hình phụ lục 7: Hàm phản ứng sung



Nguồn: Kết quả nghiên cứu của Tác giả

PHỤ LỤC 8

HÀM PHẢN ỨNG SUNG ĐƯỢC TÍNH THEO GIÁ TRỊ

Bảng phụ lục 8.1: Hàm phản ứng của ECOGROWTH

Period	ECO-GROWTH	STOCKDEV	INVGDP	MOSUPPLYGDP	CPI
1	0.732624	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.529875	0.236252	-0.042103	0.087736	-0.168053
3	0.410153	0.338160	-0.135830	0.127610	-0.272007
4	0.493649	0.142043	-0.107263	0.187700	-0.300205
5	0.633833	0.076353	0.121860	-0.125774	-0.307507
6	0.453632	0.106999	0.171145	-0.076572	-0.385022
7	0.280547	0.106886	0.104047	-0.014460	-0.448560
8	0.331926	0.024991	0.092103	0.071341	-0.451583
9	0.480821	-0.000810	0.213030	-0.150923	-0.418843
10	0.391653	0.026651	0.262174	-0.138971	-0.451567

Bảng phụ lục 8.2: Hàm phản ứng của STOCKDEV

Period	ECO-GROWTH	STOCKDEV	INVGDP	MOSUPPLYGDP	CPI
1	5.985056	17.42711	0.000000	0.000000	0.000000
2	8.543368	17.75565	-3.601830	-5.754018	1.168416
3	6.500164	13.48164	1.379983	-3.620666	-1.197144
4	5.902783	11.58451	0.705521	-5.407203	-2.001643
5	3.104850	13.24883	1.372638	-2.004509	-3.610884
6	5.264479	12.47952	0.951434	-5.663017	-2.934359
7	4.901262	11.60397	3.151442	-4.645458	-3.518614
8	4.549587	11.52849	3.374249	-7.454034	-3.642423
9	2.147460	11.61425	2.919398	-3.669364	-4.602899
10	3.575491	11.18835	2.668079	-6.076866	-4.146695

Bảng phụ lục 8.3: Hàm phản ứng của INVGDP

Period	ECO- GROWTH	STOCKDEV	INVGDP	MOSUPPLYGDP	CPI
1	-0.529229	0.056160	3.953680	0.000000	0.000000
2	-1.383149	-0.054865	0.224717	0.861460	0.114335
3	-0.768505	1.169062	2.994696	-0.294112	-0.199039
4	0.054114	-0.415964	1.601898	-0.458049	0.321225
5	-1.170060	0.375326	3.315602	-0.694699	-0.388819
6	-1.300912	0.017807	1.782833	0.053836	-0.266678
7	-1.300368	0.121577	2.493194	0.080353	-0.424875
8	-0.410020	-0.189448	2.451070	-0.737137	-0.102275
9	-1.039639	0.066751	2.947345	-0.600688	-0.359839
10	-1.390230	0.033990	2.406401	-0.393398	-0.414971

Bảng phụ lục 8.4:Hàm phản ứng của MOSUPPLYGDP

Period	ECO- GROWTH	STOCKDEV	INVGDP	MOSUPPLYGDP	CPI
1	-15.31447	16.19099	1.427117	30.80313	0.000000
2	13.07503	18.87150	-3.298795	-13.66022	12.36874
3	9.669806	14.50588	16.82558	-2.446973	9.282738
4	-0.435012	13.21031	8.242836	-16.26748	8.060730
5	-16.78132	16.24936	1.711354	21.03217	1.396342
6	5.788699	12.77037	-0.357272	-5.871404	9.497420
7	7.993293	12.80179	11.42641	1.340209	8.815667
8	3.533177	16.14918	10.14292	-16.75064	8.843956
9	-12.60671	15.93098	2.773665	14.69223	3.221415
10	1.429444	13.18878	1.118600	-3.480260	7.994792

Bảng phụ lục 8.5:Hàm phản ứng của CPI

Period	ECO-GROWTH	STOCKDEV	INVGDP	MOSUPPLYGDP	CPI
1	-1.037695	0.368408	-1.005744	0.241674	2.368988
2	-1.006411	0.523479	-2.347283	0.991782	4.200668
3	0.235956	1.134854	-3.669068	2.160341	5.738411
4	1.290220	2.353016	-5.053318	2.760795	6.930410
5	2.011372	3.421787	-6.228144	3.568049	7.768429
6	2.756085	3.929283	-7.192979	4.070565	8.444887
7	3.384619	4.335280	-7.710539	4.457107	8.916659
8	3.809931	4.737207	-8.153184	4.584470	9.269568
9	3.939601	5.047556	-8.538601	4.952662	9.465682
10	4.178864	5.200476	-8.850073	5.086563	9.655536

PHỤ LỤC 9

PHÂN RA PHƯƠNG SAI

Bảng phụ lục 9.1: Phân rã phương sai của ECOGROWTH

Period	S.E.	ECO-GROWTH	STOCKDEV	INVGDP	MOSUPPLYGDP	CPI
1	0.732624	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.954481	89.73394	6.126586	0.194579	0.844935	3.099960
3	1.141198	75.68966	13.06637	1.552796	1.841456	7.849722
4	1.305013	72.18901	11.17660	1.863001	3.476863	11.29453
5	1.495280	72.95467	8.773966	2.083216	3.355841	12.83231
6	1.623727	69.67402	7.874968	2.877634	3.068296	16.50508
7	1.714311	65.18356	7.453474	2.949926	2.759721	21.65332
8	1.807529	62.00581	6.723630	2.913148	2.638192	25.71921
9	1.934409	60.31681	5.870551	3.756318	2.912170	27.14415
10	2.046461	57.55514	5.262239	4.997477	3.063146	29.12199

Bảng phụ lục 9.2: Phân rã phương sai của STOCKDEV

Period	S.E.	ECO-GROWTH	STOCKDEV	INVGDP	MOSUPPLYGDP	CPI
1	18.42620	10.55030	89.44970	0.000000	0.000000	0.000000
2	27.84285	14.03594	79.84362	1.673474	4.270859	0.176103
3	31.86970	14.87304	78.83620	1.464788	4.550455	0.275515
4	34.90650	15.25733	76.72963	1.261859	6.192700	0.558484
5	37.71705	13.74585	78.05939	1.213252	5.586616	1.394893
6	40.59082	13.55049	76.85005	1.102482	6.770007	1.726974
7	43.01374	13.36529	75.71390	1.518566	7.195180	2.207054
8	45.65087	12.85896	73.59642	1.894518	9.054047	2.596051
9	47.60964	12.02608	73.61617	2.117843	8.918370	3.321532
10	49.65766	11.57300	72.74557	2.235439	9.695472	3.750522

Bảng phụ lục 9.3: Phân rã phương sai của INV GDP

Period	S.E.	ECO- GROWTH	STOCKDE V	INV GDP	MOSUPPLY GDP	CPI
1	3.989338	1.759893	0.019817	98.22029	0.000000	0.000000
2	4.317015	11.76816	0.033075	84.14661	3.982016	0.070144
3	5.448692	9.376729	4.624292	83.03045	2.791054	0.177474
4	5.722173	8.510801	4.721267	83.12047	3.171411	0.476050
5	6.773491	9.057842	3.676461	83.28122	3.315223	0.669253
6	7.129192	11.50631	3.319373	81.43189	2.998362	0.744061
7	7.676855	12.79239	2.887742	80.77510	2.596774	0.947992
8	8.105535	11.73095	2.644998	81.60134	3.156418	0.866292
9	8.715627	11.56898	2.293525	82.01278	3.204995	0.919715
10	9.165903	12.76075	2.075096	81.04557	3.082049	1.036539

Bảng phụ lục 9.3: Phân rã phương sai của MOSUPPLY GDP

Period	S.E.	ECO- GROWTH	STOCKDE V	INV GDP	MOSUPPLY GDP	CPI
1	38.04669	16.20205	18.10977	0.140697	65.54748	0.000000
2	48.21939	17.43958	26.59150	0.555617	48.83358	6.579716
3	54.81143	16.60939	27.58394	9.853196	37.99304	7.960438
4	59.80422	13.95715	28.04983	10.17639	39.31317	8.503465
5	67.59756	17.08739	27.73336	8.029271	40.45155	6.698429
6	69.93442	16.64966	29.24535	7.504249	38.49820	8.102542
7	72.99779	16.48060	29.91783	9.337824	35.36853	8.895210
8	77.86934	14.68890	30.59255	9.902664	35.70893	9.106956
9	81.91637	15.64180	31.42660	9.063012	35.48460	8.383987
10	83.44794	15.10225	32.78152	8.751356	34.36795	8.996933

Bảng phụ lục 9.5: Phân rã phương sai của CPI

Period	S.E.	ECO- GROWTH	STOCKDE V	INV GDP	MOSUPPLY GDP	CPI
1	2.809727	13.63990	1.719215	12.81288	0.739832	71.08818
2	5.772386	6.271449	1.229741	19.57135	3.127323	69.80014
3	9.258645	2.502668	1.980399	23.31164	6.659990	65.54531
4	13.19517	2.188251	4.154977	26.14365	7.656604	59.85652
5	17.37055	2.603481	6.277992	27.94136	8.637379	54.53979
6	21.54984	3.327257	7.403647	29.29572	9.180009	50.79337
7	25.56308	4.117594	8.137601	29.91724	9.563908	48.26366
8	29.39123	4.795176	8.753659	30.32663	9.667799	46.45674
9	33.04358	5.215170	9.258890	30.67032	9.895205	44.96042
10	36.52140	5.578462	9.607105	30.97934	10.04015	43.79494

PHỤ LỤC 10

KIỂM ĐỊNH ĐỒNG LIÊN KẾT

Bảng phụ lục 10: Kiểm định đồng liên kết

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.759411	89.82732	69.81889	0.0006
At most 1 *	0.426608	37.11477	47.85613	0.3421
At most 2	0.239928	16.53591	29.79707	0.6741
At most 3	0.119199	6.385262	15.49471	0.6500
At most 4	0.044624	1.689073	3.841466	0.1937
Kiểm định Trace chứng tỏ tồn tại 1 vectơ đồng liên kết tại mức ý nghĩa 5%				
* Chứng tỏ bác bỏ giả thuyết tại mức ý nghĩa 5%				
** Là giá trị p-values của MacKinnon-Haug-Michelis (1999)				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.759411	52.71256	33.87687	0.0001
At most 1 *	0.426608	20.57886	27.58434	0.3025
At most 2	0.239928	10.15065	21.13162	0.7304
At most 3	0.119199	4.696189	14.26460	0.7796
At most 4	0.044624	1.689073	3.841466	0.1937
Kiểm định Max-eigenvalue chứng tỏ tồn tại 1 vectơ đồng liên kết tại mức ý nghĩa 5%				
* Chứng tỏ bác bỏ giả thuyết tại mức ý nghĩa 5%				
** Là giá trị p-values của MacKinnon-Haug-Michelis (1999)				

PHỤ LỤC 11
PHIẾU PHÒNG VẤN VỀ MỐI QUAN HỆ GIỮA TĂNG TRƯỞNG
KINH TẾ VÀ SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
VIỆT NAM

Tôi tên là Nguyễn Thị Phương Nhung. Hiện tại Tôi đang thực hiện đề tài “Mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam”. Sự giúp đỡ của Quý Ông/Bà khi điền vào bảng câu hỏi này sẽ giúp Tôi hoàn thành bài nghiên cứu của mình.

Để trả lời bảng câu hỏi này, Quý Ông/Bà sẽ mất khoảng 30 phút. Những câu hỏi trong bảng câu hỏi nghiên cứu này không nhằm đánh giá đúng sai, mà chỉ tiến hành Thu thập nhận định và ý kiến của Quý Ông/Bà.

Xin chân thành cảm ơn sự hợp tác của quý vị. Tôi cam đoan mọi thông tin Quý vị cung cấp sẽ được giữ bí mật và mã hoá. Nếu Quý vị quan tâm đến kết quả nghiên cứu, xin vui lòng gửi kèm tên, địa chỉ email vào địa chỉ email của tôi “nhung.nguyenthiphuong@hoasen.edu.vn”.

Quý Ông/Bà vui lòng tô đậm phương án trả lời nếu trả lời qua email và check ✓ hoặc khoanh tròn vào ô nếu Ông/Bà lựa chọn phương án khi Ông/Bà trả lời trực tiếp trên giấy.

4. Ông/Bà vui lòng cho biết nghề nghiệp hiện tại.

- Chuyên viên/nhân viên công ty chứng khoán (CTCK)
- Chuyên viên/nhân viên Quỹ đầu tư (QĐT)
- Đang làm vị trí quản lý tại CTCK
- Đang làm vị trí quản lý tại QĐT
- Chuyên viên/nhân viên tại Sở Giao Dịch Chứng Khoán (SGD CK)
- Đang làm vị trí quản lý tại SGD CK
- Chuyên gia độc lập
- Khác (vui lòng ghi rõ.....)

5. Ông/Bà vui lòng cho biết số năm kinh nghiệm làm việc trong ngành Chứng khoán

- < 3 năm
- 3-5 năm
- 5-10 năm
- > 10 năm

6. Theo Ông/Bà có mối quan hệ qua lại giữa sự phát triển của TTCK và tăng trưởng kinh tế hay không?

- Có
- Không

7. Nếu có mối quan hệ như trong câu 3, Ông/Bà đánh giá mối quan hệ này là:

- Mối quan hệ thuận chiều: TTCK sẽ hỗ trợ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế
- Mối quan hệ nghịch chiều: TTCK sẽ kìm hãm tăng trưởng kinh tế
- Mối quan hệ hai chiều: TTCK tác động đến tăng trưởng kinh tế và ngược lại tăng trưởng kinh tế tốt cũng góp phần làm cho TTCK phát triển
- Không có mối quan hệ

5. Ông/Bà vui lòng xếp theo thứ tự từ cao xuống thấp các vai trò quan trọng của TTCK đóng góp cho nền kinh tế? (Vai trò quan trọng nhất đánh số 1, vai trò quan trọng thứ hai đánh số 2.....)

- Kênh huy động vốn cho nền kinh tế (để đầu tư sản xuất kinh doanh cho các doanh nghiệp, và chi tiêu Chính phủ)
- Công cụ điều hoà vốn cho nền kinh tế (giữa các ngành, từ nước ngoài vào trong nước)
- Bảo đảm tính thanh khoản cho số tiết kiệm phục vụ đầu tư dài hạn (người nắm giữ chứng khoán mua bán dễ dàng trên TTCK khi họ muốn)
- Thúc đẩy các doanh nghiệp hoạt động tốt hơn
- Thúc đẩy cổ phần hoá phát triển
- Thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế
- Tạo môi trường giúp Chính phủ điều hành các chính sách vĩ mô
- Khác (Vui lòng ghi rõ.....)

6. Liên quan đến nội dung tái cấu trúc TTCK, Theo Ông/Bà TTCK Việt Nam nên chú trọng tái cấu trúc các nội dung gì trong thời gian tới (câu hỏi nhiều lựa chọn).

Anh chị vui lòng đánh số thứ tự ưu tiên cho giải pháp (giải pháp ưu tiên thực hiện trước tiên đánh số 1, ưu tiên thực hiện thứ hai đánh số 2 cho đến hết)

- Hợp nhất các Sở GDCK (không nên có hai SGD CK, 1 Sở GD nên phụ trách cổ phiếu, Sở còn lại phụ trách trái phiếu, tín phiếu hoặc CK phái sinh).
- Phát triển hệ thống cơ sở nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp: Quỹ đầu tư dạng mở, Quỹ đầu tư bất động sản, Công ty đầu tư chứng khoán đại chúng, sản phẩm bảo hiểm liên kết đầu tư, Quỹ hưu trí tự nguyện....
- Tái cấu trúc hàng hoá trên TTCK: gắn với qui định về tăng qui mô vốn, tính đại chúng, chỉ tiêu tài chính tốt, phát hành trái phiếu chính phủ Theo lô lớn, tập trung giao dịch trái phiếu, tín phiếu về một đầu mối là SGD CK HN.
- Phát triển các sản phẩm mới: chứng khoán phái sinh dựa trên chỉ số chứng khoán, chứng chỉ lưu ký toàn cầu (GDR)...
- Cần cải tiến hệ thống thanh khoản và thanh toán tiền giao dịch như thanh toán giao dịch trái phiếu cho NHNN VN, cho phép nhà đầu tư được bán chứng khoán và

Bảng phụ lục 11: Câu hỏi phỏng vấn theo thang đo 5 mức độ

Các Chỉ tiêu đánh giá	Mức độ đồng ý				
	Hoàn toàn không đồng ý	Không đồng ý	Trung lập	Đồng ý	Hoàn toàn đồng ý
1. Tôi cảm thấy việc huy động vốn của các công ty niêm yết qua TTCK là khó khăn	1	2	3	4	5
2. Tôi cảm thấy có nhiều tiềm năng và cơ hội để phát triển trong ngành nghề chứng khoán Tôi đã chọn	1	2	3	4	5
3. Tôi cảm thấy khi TTCK giảm mạnh và kéo dài , Chính phủ đã chỉ đạo nhiều cơ quan quản lý như Bộ Tài Chính, UBCK NN triển khai nhiều giải pháp hiệu quả để cứu nguy cho thị trường	1	2	3	4	5
4. Tôi có đọc và có biết về chiến lược phát triển TTCK giai đoạn 2011-2020, Đề án quản lý vốn đầu tư gián tiếp, Đề án tái	1	2	3	4	5

cấu trúc TTCK, Đề án xây dựng TTCK phái sinh....					
5. Tôi hiểu rõ về Luật chứng khoán	1	2	3	4	5
6. Tôi nghĩ TTCK có kết quả xấu như thời gian qua là do điều kiện kinh tế vĩ mô trong nước và nước ngoài không thuận lợi, khủng hoảng và hậu khủng hoảng kéo dài	1	2	3	4	5
7.Tôi nghĩ các Công Ty CK, quản lý quỹ có nhiều nhược điểm về quản trị, kiểm soát rủi ro,việc tuân thủ các quy định của pháp luật còn yếu	1	2	3	4	5
8. Tôi nghĩ văn bản pháp lý, cơ chế chính sách còn chưa theo kịp sự phát triển của thị trường	1	2	3	4	5
9. Tôi nghĩ công tác thanh tra, giám sát, xử lý vi phạm là đủ và chặt chẽ	1	2	3	4	5
10. Tôi nghĩ hoạt động của TTCK cầm chừng, các chỉ số chứng khoán và khối lượng giao dịch đều sụt giảm, nhiều công ty CK bị	1	2	3	4	5

.....

.....

.....

XIN CHÂN THÀNH CẢM ƠN SỰ HỢP TÁC CỦA QUÝ ÔNG/BÀ!
CHÚC QUÝ ÔNG/BÀ MỘT NGÀY TỐT LÀNH!

PHỤ LỤC 12
BẢNG MÔ TẢ CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU



MÔ TẢ CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU

Đề tài “Mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam”

Kính thưa Quý Ông/Bà,

Tôi tên là Nguyễn Thị Phương Nhung. Tôi viết bảng mô tả này để kính mời Quý Ông/Bà tham gia vào công trình nghiên cứu của Tôi.

Nghiên cứu này nhằm tập trung vào những vấn đề gì?

Nghiên cứu này nhằm tập trung vào việc xem xét mối quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK Việt Nam theo đánh giá của Quý Ông/Bà, vai trò của TTCK đối với tăng trưởng kinh tế, xem xét thực trạng hoạt động của Quý Ông/Bà, những thuận lợi và khó khăn Ông/Bà gặp phải trong quá trình thực hiện công việc thường ngày tại Công ty chứng khoán, Quỹ đầu tư, Sở giao dịch chứng

khoán, Ủy Ban chứng khoán Nhà Nước. Việc nghiên cứu cũng nhằm tìm ra các giải pháp và ý kiến đề xuất nhằm định hướng phát triển TTCK trong thời gian tới để TTCK có thể cung cấp nguồn vốn thiết yếu cho tăng trưởng và phát triển kinh tế đất nước. Để thực hiện nghiên cứu này sẽ sử dụng nhiều phương pháp khác nhau như các tài liệu sẵn có như nguồn dữ liệu thứ cấp, phỏng vấn và ghi chú.

Thời gian tham gia phỏng vấn

Quý Ông/Bà khi tham gia vào nghiên cứu sẽ được phỏng vấn trong thời gian 30-40 phút. Đoạn phỏng vấn sẽ được thu âm. Người nghiên cứu cũng sẽ xin các văn bản, tài liệu liên quan đến hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán của Quý Ông/Bà (nếu Ông/Bà cho phép).

Quý Ông/Bà sẽ được bảo vệ như thế nào khi tham gia nghiên cứu?

Việc tham gia nghiên cứu dựa trên tinh thần tự nguyện. Quý Ông/Bà sẽ không phải cung cấp thông tin liên quan cá nhân có thể nhận diện ra Ông/Bà. Quý Ông/Bà có quyền từ chối trả lời các thông tin nhạy cảm liên quan đến cơ quan nơi Ông/Bà làm việc. Ngoài ra, người nghiên cứu sẽ bảo mật các thông tin liên quan đến Ông/Bà. Trong một số trường hợp cần thiết cần thể hiện tên tuổi và chức vụ của Quý Ông/Bà. Người nghiên cứu sẽ hỏi ý kiến trước của Quý Ông/Bà. Nếu được chấp thuận mới được sử dụng, còn không sẽ ẩn danh. Trong quá trình xử lý dữ liệu, người nghiên cứu sẽ không để lọt bất cứ thông tin nào liên quan đến Ông/Bà, thông tin sẽ được lưu trữ cẩn thận trong máy tính cá nhân của người nghiên cứu. Nếu vì một nguyên nhân nào đó, Quý Ông/Bà muốn rút khỏi nghiên cứu hoặc xin rút các thông tin đã qua phỏng vấn, Quý Ông/Bà sẽ làm điều đó mà không gặp bất cứ khó khăn hay trở ngại nào.

Quý Ông/Bà có muốn biết kết quả nghiên cứu hay không?

Quý Ông/ Bà sẽ nhận được một bảng tóm tắt về kết quả nghiên cứu khi tham gia nghiên cứu này. Người nghiên cứu sẽ gửi cho Ông/Bà qua email hoặc bằng đường bưu điện theo đề xuất của Quý Ông/Bà.

Thông tin liên hệ

Quý Ông/Bà đồng ý tham gia nghiên cứu xin trả lời bằng email đã đọc qua và hiểu bản mô tả công trình nghiên cứu. Người nghiên cứu sẽ liên lạc qua điện thoại hoặc email lần nữa để hẹn ngày giờ tham gia nghiên cứu. Nếu Quý Ông/Bà còn điều gì thắc mắc xin vui lòng liên hệ email của Tôi ở địa chỉ “nhung.nguyenthiphuong@hoasen.edu.vn”

Trân trọng,

PHỤ LỤC 13

GIẤY ĐỒNG Ý THAM GIA TRẢ LỜI PHỎNG VẤN



GIẤY ĐỒNG Ý THAM GIA TRẢ LỜI PHỎNG VẤN

Đề tài “Mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam”

Giới thiệu nghiên cứu

Đây là nghiên cứu của Tôi- NCS. Nguyễn Thị Phương Nhung. Nghiên cứu này nhằm thu thập ý kiến của Quý Ông/Bà về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam, vai trò của TTCK đối với tăng trưởng kinh tế, xem xét thực trạng hoạt động của Quý Ông/Bà với những thuận lợi và khó khăn Ông/Bà gặp phải trong quá trình thực hiện công việc thường ngày tại cơ quan của mình (công ty chứng khoán hay Quỹ đầu tư, hay Sở giao dịch chứng khoán hay Ủy Ban chứng khoán Nhà Nước). Việc nghiên cứu cũng nhằm tìm ra các giải pháp và ý kiến đề xuất nhằm định hướng phát triển TTCK trong thời gian tới để TTCK có thể

cung cấp nguồn vốn thiết yếu cho tăng trưởng và phát triển kinh tế đất nước. Cuộc phỏng vấn sẽ kéo dài khoảng từ 30-40 phút.

Sự tham gia là tự nguyện

Việc tham gia vào nghiên cứu này là hoàn toàn tự nguyện. Trong quá trình phỏng vấn, Quý Ông/Bà gặp câu hỏi khó trả lời hoặc không muốn trả lời. Ông/Bà có quyền từ chối câu trả lời. Để đảm bảo tính bảo mật, thông tin của Ông/Bà cung cấp sẽ được bảo mật và ẩn danh (không gắn với tên người trả lời).

Sau khi đã đọc và hiểu Bảng mô tả công trình nghiên cứu, lắng nghe người phỏng vấn giải thích. Quý Ông/Bà sẽ đồng ý khi tham gia trả lời cho nghiên cứu này?

☐ Đồng ý ☐ Không đồng ý

TPHCM, ngày tháng năm

Chữ ký của người được phỏng vấn

PHỤ LỤC 14

PHIẾU PHỎNG VẤN VỀ THỰC TRẠNG VÀ GIẢI PHÁP TĂNG CƯỜNG HIỆU QUẢ VIỆC HUY ĐỘNG VỐN QUA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT

Tôi tên là Nguyễn Thị Phương Nhung. Hiện tại Tôi đang nghiên cứu về thực trạng và giải pháp tăng cường hiệu quả huy động vốn qua thị trường chứng khoán (TTCK) của các công ty/tổ chức niêm yết (CTNY) để thực hiện đề tài “Mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán tại Việt Nam”. Sự giúp đỡ của Quý Ông/Bà khi điền vào bảng câu hỏi này sẽ giúp Tôi hoàn thành bài nghiên cứu của mình.

Để trả lời bảng câu hỏi này, Quý Ông/Bà sẽ mất khoảng 30 phút. Những câu hỏi trong bảng câu hỏi nghiên cứu này không nhằm đánh giá đúng sai, mà chỉ tiến hành Thu thập nhận định và ý kiến của Quý Ông/Bà.

Xin chân thành cảm ơn sự hợp tác của quý vị. Tôi cam đoan mọi thông tin Quý vị cung cấp sẽ được giữ bí mật và mã hoá. Nếu Quý vị quan tâm đến kết quả nghiên cứu, xin vui lòng gửi kèm tên, địa chỉ email vào địa chỉ email của tôi “nhung.nguyenthiphuong@hoasen.edu.vn”.

Quý Ông/Bà vui lòng tô đậm phương án trả lời nếu trả lời qua email và check ✓ hoặc khoanh tròn vào ô nếu Ông/Bà lựa chọn phương án khi Ông/Bà trả lời trực tiếp trên giấy.

1. Tên công ty/doanh nghiệp có niêm yết cổ phiếu/trái phiếu (Ông/Bà có thể bỏ qua câu hỏi này nếu muốn bảo mật thông tin):.....
2. Vị trí nghề nghiệp của Ông/Bà hiện nay:
 - Giám đốc/Phó giám đốc công ty/tổ chức
 - Kế toán trưởng /Giám đốc tài chính
 - Vị trí quản lý khác tại công ty/tổ chức
3. Các hình thức huy động vốn tại công ty/ tổ chức của Ông/Bà đã sử dụng:
 - Phát hành trái phiếu
 - Phát hành cổ phiếu

- Vay ngân hàng, tổ chức tín dụng, quỹ đầu tư
- Huy động vốn từ khách hàng (ví dụ giữ tiền đặt cọc trước của khách hàng...)
- Liên doanh- liên kết trong và ngoài nước
- Khác ((vui lòng ghi rõ.....))

4. Lựa chọn hình thức huy động vốn công ty/ tổ chức Ông/Bà hay sử dụng nhất trong các hình thức gợi ý ở câu 3 đó là:

.....

5. Vì sao công ty/ tổ chức của Ông/Bà hay sử dụng hình thức huy động vốn này?

A. ĐÁNH GIÁ THỰC TRẠNG HUY ĐỘNG VỐN QUA TTCK

6. Lượng vốn công ty/ doanh nghiệp Ông/Bà thường huy động qua TTCK khoảng bao nhiêu?

- Trên 1000 tỷ
- 500 tỷ - <1000 tỷ
- 100 tỷ- <500 tỷ
- 50 tỷ- <100 tỷ
- < 50 tỷ

7. Việc chi trả cổ tức/ trái tức hàng năm của công ty/ tổ chức Ông/Bà khoảng%/năm.

8. Đánh giá thực trạng huy động vốn qua TTCK hiện nay của công ty/ tổ chức Ông/Bà:

Ông/Bà vui lòng khoanh tròn hoặc tô đậm vào đáp án chọn

Các Chỉ tiêu đánh giá	Mức độ đồng ý				
	Hoàn toàn không đồng ý	Không đồng ý	Trung lập	Đồng ý	Hoàn toàn đồng ý
8.1.Tôi cảm thấy việc huy động vốn qua TTCK là khó khăn	1	2	3	4	5
8.2. Công ty/ tổ chức của Tôi thiếu nhiều điều kiện để đủ tiêu chuẩn phát hành cổ phiếu/trái phiếu	1	2	3	4	5
8.3. Thủ tục, qui định để huy động vốn qua TTCK khá phức tạp, rườm rà	1	2	3	4	5
8.4.Hiệu quả đầu tư sau khi công ty/tổ chức Tôi huy động rất tốt	1	2	3	4	5
8.5. Chi phí để công ty/tổ chức Tôi huy động vốn qua TTCK là cao thậm chí cao hơn lãi suất vay của ngân hàng	1	2	3	4	5
8.6. Chi trả cổ tức/ trái tức của công ty/tổ chức Tôi luôn ở mức cao và ổn định, thường cao hơn lãi suất gửi tiết kiệm ở Ngân	1	2	3	4	5

hàng					
8.7.Công ty/tổ chức Tôi luôn có mục đích huy động vốn rõ ràng cho những dự án cụ thể	1	2	3	4	5
8.8.Tôi thấy TTCK làm tốt kênh huy động và kênh đầu tư hiệu quả	1	2	3	4	5

9. Những khó khăn hiện nay công ty/ doanh nghiệp Ông/Bà khi muốn huy động vốn qua TTCK là gì?

10.Những thuận lợi công ty/tổ chức Ông/Bà có được khi muốn huy động vốn qua TTCK là gì?

B. GIẢI PHÁP TĂNG CƯỜNG HIỆU QUẢ CHO VIỆC HUY ĐỘNG VỐN QUA TTCK

11. Ông/Bà vui lòng đề xuất các ý kiến nhằm tăng cường hiệu quả huy động vốn qua TTCK cho công ty/ tổ chức của Ông/Bà trong thời gian tới

Ý kiến đối với chính Công ty/tổ chức của Quý Ông/Bà:

Kiến nghị cơ quan quản lý nhà nước (Bộ Tài Chính, Ủy Ban Chứng Khoán Nhà nước, Sở Giao Dịch Chứng Khoán..):

Kiến nghị bên liên quan khác:

CHÂN THÀNH CẢM ƠN SỰ HỢP TÁC CỦA QUÝ ÔNG/BÀ! CHÚC QUÝ ÔNG/BÀ MỘT NGÀY TỐT LÀNH!

BẢNG PHỤ LỤC 15: BẢNG TRÍCH DẪN Ý KIẾN CỦA CÁC CHUYÊN GIA

Nội dung	Ý kiến
Mối quan hệ hai chiều giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK	“Thị trường chứng khoán là một kênh huy động vốn rất hữu hiệu cho các doanh nghiệp hoạt động theo cơ chế thị trường, vì vậy khi thị trường chứng khoán hoạt động sôi động sẽ thể hiện mức hoạt động của doanh nghiệp gia tăng làm nền tảng cho sự phát triển kinh tế quốc gia; ngược lại khi tình hình kinh tế trong nước gặp khó khăn, dòng vốn đổ vào thị trường chứng khoán sẽ giảm sút. Đặc biệt đối với những thị trường lệ thuộc vào dòng vốn ngoại, khi nền kinh tế trong nước suy giảm, cộng với điều hành kinh tế vĩ mô không hiệu quả, nhà đầu tư nước ngoài có xu hướng ồ ạt rút vốn khỏi TTCK khiến cho chỉ số chứng khoán sụt giảm theo”.
	“ Sự hoạt động của nền kinh tế dựa trên nhiều yếu tố trong đó đóng vai trò chủ đạo là vốn, có rất nhiều hình thức để huy động nguồn vốn cần thiết trong đó có TTCK, hiệu quả hơn, nhanh hơn, tiết kiệm hơn cũng như tăng cường vị thế của công ty. Qua đó nền kinh tế cũng phát triển và mở rộng thị trường. Ngược lại khi nền kinh tế phát triển, doanh nghiệp mở rộng quy mô, đảm bảo kết quả kinh doanh tốt, gia tăng tốc độ tăng trưởng”
Mối quan hệ thuận chiều: TTCK sẽ hỗ trợ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế	“Nếu một thị trường chứng khoán được đánh giá thanh khoản cao trên cơ sở các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả và bền vững, cổ tức chi trả cao hoặc các yếu tố hấp dẫn khác đối với quyền lợi của nhà đầu tư... sẽ thu hút đầu tư mạnh mẽ, các doanh nghiệp sẽ dễ dàng tiếp cận các nguồn vốn, mở rộng qui mô sản xuất kinh doanh, hoặc thực hiện các dự án của họ. Từ đó giá cổ phiếu của các công ty này sẽ tăng, làm TTCK phát triển. Đó là mối quan hệ cơ bản của TTCK và tăng trưởng kinh tế”.
	“Thị trường chứng khoán là một kênh huy động vốn hiệu quả và dài hạn cho doanh nghiệp, bên cạnh các nguồn vốn của các tổ chức và cá nhân trong nước, còn có các nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài từ các nhà đầu tư và các đối tác chiến lược có yếu tố nước ngoài”.
	Tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán có mối quan hệ qua lại: TTCK sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bởi khi thị trường vốn phát triển, các doanh nghiệp hoạt động tích cực hơn, FDI gia tăng, làm kinh tế phát triển. TTCK sẽ tác động gián tiếp vào GDP bởi còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác như cung cầu thị trường, tâm lý nhà đầu tư. Trong ngắn hạn phụ thuộc vào cung cầu, triển vọng phát triển của doanh nghiệp, tỷ trọng các ngành nghề trong nền kinh tế , tâm lý NĐT, dòng tiền như tăng trưởng tín dụng, dòng tiền của nước ngoài “.
	“Khi tăng GDP sẽ tăng doanh nghiệp, doanh nghiệp càng nhiều sẽ tạo công ăn việc làm, huy động vốn. TTCK là một thành tố của GDP, tạo ra nhiều việc làm, bao nhiêu doanh nghiệp lời lỗ. Quan hệ nhân quả dài hạn. Nền kinh tế phát triển thì sẽ tăng GDP, tăng số lượng hăng”.
	“ Từ trước đến nay thị trường chứng khoán được xem là một chỉ báo hiệu quả của nền kinh tế. Biến động của thị trường chứng khoán thường đi trước biến động của nền kinh tế. Theo lý thuyết, khi thị trường chứng khoán phát triển, huy động được

	nhiều vốn nhàn rỗi cho các doanh nghiệp mở rộng SXKD và phát triển, thúc đẩy phát triển kinh tế. Ngược lại, khi nền kinh tế tăng trưởng, số vốn nhàn rỗi trong xã hội tăng lên, chảy vào thị trường chứng khoán, khiến cho thị trường phát triển”.
Mối quan hệ nghịch chiều	Trong thị trường cạnh tranh hòa hảo, TTCK là phản ánh trường kinh tế. Kinh tế tăng trưởng thì TTCK cũng tăng theo. Trong thị trường hiện tại thì mọi biến cố xảy ra với xác suất rất nhỏ ảnh hưởng rất lớn đến thị trường đều ảnh hưởng đến nền kinh tế và phản ánh rõ nhất trong trên TTCK. Sự ảnh hưởng này có thể xem là một chiều bởi; các biến cố xảy ra (không kể là chính trị, văn hóa, xã hội hay nội bộ công ty) đều ảnh hưởng đến nền kinh tế, từng ngành cụ thể khiến nhà đầu tư mất niềm tin, từ đó, hiệu ứng sẽ được phản ánh lên TTCK. Đây có thể xem là chiều ảnh hưởng ngược lại từ TTCK đến tăng trưởng kinh tế (cũng nên lưu ý rằng các biến cố kiểu này xảy ra với xác suất rất thấp, thậm chí dường như bằng không, tuy nhiên hậu quả thì thật khó lường hóa). Còn lại, với tình hình thị trường bình thường, tăng trưởng kinh tế làm thị trường chứng khoán hưng phấn tăng trưởng sau với một độ trễ nhất định”.
	“Đầu cơ không tác động đến GDP, nguồn vốn không sử dụng hiệu quả.Tác động tiêu cực do xu hướng đầu cơ gia tăng (quỹETF và các quỹ mao hiểm hay đầu tư ngắn hạn) nền kinh tế chưa ổn định có thể gâyhại cho NĐT muốn đầu tư dài hạn trong 5-10 năm”.
	“ Tác động nghịch chiều phụ thuộc vào các giai đoạn phát triển khác nhau chẳng hạn năm 2007 cổ phiếu phát triển, bong bóng, luồng tiền được bơm mạnh từ thị trường tiêu dùng, thị trường tài chính, mức tiêu dùng ảo tăng lên bởi việc nhập khẩu nhiều hơn, tiêu dùng nhiều hơn, tạo ảo giác đầu tư. Hơn nữa khó khăn do nền kinh tế với xuất phát điểm thấp, chưa có chứng khoán phái sinh, luật pháp về TTCK chưa hoàn thiện.Khỏi ngoại về dài hạn sẽ đóng góp với tốc độ tăng khá cao, dòng vốn ổn định trong 10 năm, và năm 2007 đạt đỉnh cao, mỗi năm có thể thu hút khoản 1-2 tỷ USD vào TTCK Việt Nam nhưng hiện tại là bong bóng và không ổn định đối với tăng trưởng”.
	“ Khó khăn nền kinh tế với tốc độ tăng trưởng chậm , hoạt động doanh nghiệp mờ nhạt, thị trường bị hiện tượng bong bóng, không đúng thực chất, TTCK làm thị trường liên ngành gặp khó khăn chẳng hạn như doanh nghiệp bất động sản gặp khó khăn, DNNN sống dựa vào đầu tư như tập đoàn dầu khí, Vinaconex...”.
Thực trạng hoạt động TTCK trong thời gian qua	“ Hiện tại TTCK Việt Nam vẫn còn non trẻ, luật chứng khoán chưa hoàn chỉnh, TTCK chưa thực sự đại diện cho nền kinh tế. Việc TTCK ảm đạm trong thời gian gần đây là do chạy theo số đông nhiều người vì họ nghĩ đây là kênh đầu tư khả thi nhất trong thời điểm hiện. Nó không nổi lên được Việt Nam đang tăng trưởng nhanh hơn khi nhìn vào tình trạng thị trường”.
	“ Ở tầm kinh tế vĩ mô, luật chứng khoán vẫn cần tiếp tục hoàn chỉnh. Cần có kênh truyền thông cho TTCK Việt Nam so với các thị trường trong khu vực ASEAN. Bên cạnh đó chính sách của Chính phủ cần thúc đẩy sự phát triển kiến thức của

	người dân về chứng khoán hơn. Việc thu hút được vốn nhàn rỗi của người dân trong xã hội sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế”. “Cần loại bỏ những công ty làm ăn thiếu minh bạch, gian dối trên thị trường. Cơ chế quản lý cần nhất quán, minh bạch, để gia tăng lòng tin của NĐT, để TTCK không chỉ là kênh huy động vốn hiệu quả của các công ty lớn mà còn công ty nhỏ”.
Thực trạng hoạt động TTCK trong thời gian qua	“Thị trường chưa minh bạch, lừa đảo, làm giá, quản lý công bố thông tin, cơ chế bảo vệ NĐT nhỏ lẻ chưa tốt. Nguồn vốn đầu tư vào thị trường chưa bền vững, rất nhiều NĐT đi vay ngân hàng để đóng cho các quỹ. NĐT đặc biệt là NĐT nhỏ lẻ, kiến thức còn hạn chế. Còn NĐT có tổ chức đặc biệt các Quỹ đầu cơ gây nên tình trạng làm giá, bong bóng dễ sụp đổ, không tạo nền tảng vững chắc cho TTCK phát triển”.
Giải pháp phát triển TTCK	“Về giải pháp phát triển thị trường, quan trọng nhất là sự minh bạch hóa thị trường, phát triển các công cụ phái sinh. Đồng thời cần Marketing thị trường thúc đẩy sự kết nối liên thị trường. Về chính sách vĩ mô cần mở cửa NĐT nước ngoài, cam kết minh bạch hóa bằng những chính sách luật “. “Cần tạo lập một nền tảng vĩ mô vững chắc như tăng hiệu quả đầu tư, giảm tham nhũng, chính sách kinh tế đúng đắn hơn, tránh bẫy thu nhập trung bình, tái cấu trúc TTCK. Ngoài ra, tăng cường thu hút NĐT dài hạn để thị trường phát triển theo hướng bền vững, thực hiện thành công đề án tái cấu trúc, sát nhập 2 Sở Giao dịch để chuyên môn hóa hoạt động, nâng tiêu chuẩn các DN CP muốn niêm yết ở hai Sở giao dịch, nâng qui mô về vốn (HSX lên 200 tỷ và HNX lên 50 tỷ)”/ “Đưa thị trường gần hơn với các tiêu chuẩn và hội nhập quốc tế, tăng việc quản trị rủi ro cho NĐT, tăng số lượng NĐT tổ chức như các quỹ đầu tư để gom lại và tăng chất lượng cho các thương vụ đầu tư. Nếu khả năng tích lũy vốn trong nền kinh tế gia tăng đối với quỹ hưu trí, bảo hiểm, quỹ tiết kiệm. Các NĐT tổ chức phát hành những chứng chỉ quỹ để thu hút vốn đầu tư nhàn rỗi trong dân cư vào chiến lược đầu tư chuyên nghiệp, giúp giảm rủi ro, tăng hiệu quả công cuộc đầu tư”. “Can thiệp bằng các chế tài mạnh hơn nữa về các vấn đề liên quan đến giao dịch TTCK như thông tin của các DN niêm yết phải chính xác, minh bạch; quản lý các kẻ hớ trong giao dịch một cách chặt chẽ hơn... để làm trong sạch giao dịch trên thị trường “. “Sàng lọc lại các doanh nghiệp hiện đang niêm yết tại 2 trung tâm giao dịch HCM và Hà nội, rút phép niêm yết các doanh nghiệp kém hiệu quả “. “Cân nhắc lại các qui chế lựa chọn các doanh nghiệp niêm yết mới ở SGDC TP HCM và SGD CK Hà Nội, mời gọi các doanh nghiệp của các nước trong khu vực ASEAN như Lào, Cambodia, Thái Lan... đến niêm yết giao dịch ở 2 SGD này hay tạo điều kiện các Công ty Việt Nam niêm yết trên SGD trong khu vực và trên thế giới” “Tự do cạnh tranh, bỏ room nước ngoài. Gia tăng dịch vụ đối với NĐT khối ngoại. Định hướng doanh nghiệp chứng khoán đào tạo đạo đức cho đội ngũ nhân viên,

	đồng thời tăng khung hình phạt cho các hoạt động “lạm dụng chức vụ” tiết lộ thông tin gây hậu quả nghiêm trọng cho 1 số người và làm hung phần một số nhóm lợi ích”.
	“Ở tầm kinh tế vĩ mô, luật chứng khoán vẫn cần tiếp tục hoàn chỉnh. Cần có kênh truyền thông cho TTCK Việt Nam so với các thị trường trong khu vực ASEAN. Bên cạnh đó chính sách của Chính phủ cần thúc đẩy sự phát triển kiến thức của người dân về chứng khoán hơn. Việc thu hút được vốn nhàn rỗi của người dân trong xã hội sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế”.
	“ Đối với nhà đầu tư nội: giảm thuế TNCN (có thể miễn thuế thu nhập cá nhân khi chỉ đạt một mức giao dịch nào đó); cho vay ưu đãi đối với nhà đầu tư (tương tự như những DN được hưởng ưu đãi và lãi suất và thời hạn đầu tư trong một số trường hợp đặc biệt). Đối với nhà nước: kiểm soát chặt chẽ nhà đầu tư tránh tình trạng thao túng thị trường (như vậy phải nâng cao trình độ của cán bộ UBCK NN); mở thêm room cho nhà ĐTNN ở mọi thị trường “.
	“ Đối với các Cty CK, cần có sự nâng cao đối với trình độ của nhân viên nghiệp vụ; nâng cấp hệ thống đường truyền, tạo thuận lợi cho giao dịch của nhà đầu tư”.

PHỤ LỤC 16: DỮ LIỆU ĐƯỢC SỬ DỤNG TRONG LUẬN ÁN

										Giá trị giao dịch (Tỷ đồng)	
Năm	Quý	GTGD/VHTT =TRADEMA	GDP Hiện hành (Tỷ đồng)	GDP(%)	Tổng đầu tư (Tỷ đồng)	Nguồn cung tiền M2 (Tỷ đồng)	Nguồn cung tiền /GDP hiện hành	Tổng đầu tư /GDP hiện hành	CPI	HSX	HNX
2004	2004Quý1	1.115959823	71080	6.98	56153	404093	5.68504502	0.789997186	89.4	4402.97167	
2004	2004Quý2	1.163908689	182105	7.04	60095	420263	2.307805936	0.330001922	91.98	4189.84108	
2004	2004Quý3	1.198350036	173231	8	61500	445393	2.571092934	0.355017289	93.67	4126.969481	
2004	2004Quý4	1.112470831	222901	9.14	80300	495447	2.222722195	0.360249618	94.35	4327.809386	
2005	2005Quý1	1.006802191	164243	7.2	60770	517024	3.147921068	0.370000548	97.5	4338.223507	
2005	2005Quý2	1.336816839	216026	7.8	82090	544601	2.520997473	0.380000555	99.39	5682.539277	
2005	2005Quý3	1.005200719	206829	8.3	87300	577793	2.79357827	0.422087812	100.75	7556.625091	77.92278
2005	2005Quý4	0.980636365	250760	8.4	97300	648574	2.586433243	0.388020418	102.37	9302.310946	188.04191
2006	2006Quý1	0.340625719	184359	7.2	64100	699988	3.796874576	0.347691189	105.58	10940.08436	204.86582
2006	2006Quý2	0.469513524	242186	7.5	109300	727165	3.002506338	0.451306021	106.34	20871.96658	749.07277
2006	2006Quý3	0.291179237	248290	7.8	114400	753012	3.032792299	0.460751541	107.99	19345.29161	426.493
2006	2006Quý4	0.143658656	298956	8.4	111100	841011	2.813159796	0.371626594	109.24	29485.02245	2645.6743
2007	2007Quý1	0.253709814	210878	7.73	86100	949181	4.501090678	0.408292947	112.49	70982.27605	17099.046
2007	2007Quý2	0.225332422	282577	7.98	110700	1029562	3.643474168	0.391751629	114.59	51817.4315	10305.027
2007	2007Quý3	0.135189754	293776	8.69	138000	1110983	3.781735063	0.469745657	117.26	45114.68793	8180.806
2007	2007Quý4	0.212399318	356211	8.48	127100	1253997	3.520376968	0.356810991	120.88	77252.03641	28274.33
2008	2008Quý1	0.229569887	254086	7.49	105100	1300249	5.117357902	0.413639476	130.93	55858.94082	15130.570

2008	2008Quý2	0.115537281	371652	5.72	160300	1295492	3.485766254	0.431317469	142.67	21857.59808	5029.6869
2008	2008Quý3	0.251411276	390765	5.98	157100	1347514	3.448399933	0.402031912	149.78	46271.75274	22946.895
2008	2008Quý4	0.190177577	462192	5.89	214800	1513544	3.274708346	0.464741925	149.37	28860.15838	14015.284
2009	2009Quý1	0.105884247	311136	3.14	116300	1645309	5.288070169	0.373791525	151.26	15161.97152	6916.5968
2009	2009Quý2	0.314894554	420464	4.46	206300	1775952	4.22379086	0.490648427	152.24	92230.41572	47580.228
2009	2009Quý3	0.331837531	425477	6.04	160600	1842315	4.329999036	0.377458711	153.41	143919.7615	60167.497
2009	2009Quý4	0.423295635	488404	6.9	221000	1910587	3.911898756	0.452494247	156.24	181338.8767	81266.657
2010	2010Quý1	0.236010333	362895	5.84	146800	1982389	5.462706844	0.404524725	162.61	106201.9965	46016.513
2010	2010Quý2	0.302310668	492305	6.44	243300	2166591	4.400912036	0.494205828	165.12	122310.3467	88124.51
2010	2010Quý3	0.207302302	508996	7.18	212700	2325032	4.567878726	0.417881476	166.58	77378.9128	58807.412
2010	2010Quý4	0.17056214	616718	7.34	227500	2478310	4.018546564	0.368888211	173.18	74820.51049	48747.384
2011	2011Quý1	0.10823088	441707	5.57	171500	2495422	5.649496159	0.38826643	183.42	48715.29935	27896.55
2011	2011Quý2	0.091054446	628223	5.68	238200	2544739	4.050693782	0.379164723	197.11	35639.80574	24062.144
2011	2011Quý3	0.101052387	640284	6.07	270200	2673757	4.17589226	0.422000237	204.12	40745.18382	25733.88
2011	2011Quý4	0.100711949	824794	6.1	198000	2774281	3.36360473	0.240059942	207.51	36115.60222	18157.3
2012	2012Quý1	0.124763836	545767	4	197700	2827346	5.180500104	0.362242495	212.63	56914.86581	32479.972
2012	2012Quý2	0.162057217	706810	4.66	234000	2987087	4.226152714	0.331064926	214	83308.24938	42257.197
2012	2012Quý3	0.086973631	720208	5.35	276900	3149681	4.373293549	0.384472264	215.61	41876.60344	20960.445
2012	2012Quý4	0.067061114	977899	5.44	280700	3227935	3.300887924	0.287043959	221.96	37594.0343	13871.933
2013	2013Quý1	0.103209506	683668	4.76	202600	3842421	5.620302545	0.296342669	227.24	61935.71427	29857.862
2013	2013Quý2	0.097950835	830435	5	246000	3973449	4.784780266	0.296230289	227.27	67322.063	20611.082
2013	2013Quý3	0.074838227	906778	5.54	307300	4085496	4.505508515	0.33889221	232.17	57105.138	10507.705
2013	2013Quý4	0.106185579	1163380	6.04	335200	4400692	3.782678059	0.288125978	235.28	79380.83	21230.80

			Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)					
Năm	Quý	HSX và HNX	HSX	HNX	HSX và HNX	VHTT/GDP =MACAP	GTGD/GDP =TRADEVA	STOCKDEV
2004	2004Quý1	4402.97167	3945.457157	0	3945.457157	0.055507276	0.06194389	5.87255826
2004	2004Quý2	4189.84108	3599.802216	0	3599.802216	0.019767729	0.023007831	2.13877798
2004	2004Quý3	4126.969481	3443.876462	0	3443.876462	0.019880255	0.023823504	2.1851879
2004	2004Quý4	4327.809386	3890.267742	0	3890.267742	0.017452895	0.019415837	1.84343657
2005	2005Quý1	4338.223507	4308.913453	0	4308.913453	0.02623499	0.026413445	2.63242176
2005	2005Quý2	5682.539277	4250.798696	0	4250.798696	0.019677255	0.026304886	2.29910704
2005	2005Quý3	7634.547872	7187.637997	407.410162	7595.048159	0.036721389	0.036912367	3.68168777
2005	2005Quý4	9490.352861	9155.098794	522.6504755	9677.74927	0.038593672	0.037846359	3.82200154
2006	2006Quý1	11144.95019	30478.20196	2240.848832	32719.0508	0.17747466	0.060452433	11.8963546
2006	2006Quý2	21621.03935	43332.29969	2717.57582	46049.87551	0.190142599	0.089274522	13.9708560
2006	2006Quý3	19771.78519	64876.46064	3025.994945	67902.45559	0.273480428	0.079631822	17.6556125
2006	2006Quý4	32130.69678	184951.5149	38708.49779	223660.0127	0.748136892	0.10747634	42.7806616
2007	2007Quý1	88081.32207	279607.0261	67566.46603	347173.4921	1.646323904	0.417688531	103.200621
2007	2007Quý2	62122.45947	228650.7353	47041.76798	275692.5033	0.975636741	0.21984259	59.7739665
2007	2007Quý3	53295.49434	303622.8262	90604.49418	394227.3204	1.341931677	0.181415413	76.167354
2007	2007Quý4	105526.3717	392074.9327	104755.1538	496830.0865	1.394763459	0.296246808	84.5505133
2008	2008Quý1	70989.51163	250931.6518	58296.67356	309228.3253	1.217022289	0.279391669	74.8206979
2008	2008Quý2	26887.28508	197092.0242	35623.20744	232715.2317	0.626164346	0.072345326	34.9254836
2008	2008Quý3	69218.64852	222591.4409	52728.94077	275320.3817	0.70456766	0.177136255	44.0851957
2008	2008Quý4	42875.44334	179812.815	45636.70387	225449.5189	0.487783256	0.092765438	29.0274347
2009	2009Quý1	22078.56841	163431.5969	45084.48532	208516.0822	0.67017665	0.07096115	37.0568900
2009	2009Quý2	139810.6441	359483.0963	84508.84431	443991.9406	1.055957087	0.332515136	69.4236111

2009	2009Quý3	204087.2588	501133.0438	113888.5848	615021.6286	1.445487367	0.479666959	96.2577163
2009	2009Quý4	262605.534	498776.2237	121607.0552	620383.2789	1.270225631	0.537680965	90.3953297
2010	2010Quý1	152218.5097	520436.1627	124529.2848	644965.4475	1.777278407	0.419456068	109.836723
2010	2010Quý2	210434.8589	564132.6959	131955.4067	696088.1026	1.413936691	0.427448145	92.0692417
2010	2010Quý3	136186.3256	535597.2295	121348.326	656945.5555	1.290669387	0.267558735	77.9114060
2010	2010Quý4	123567.895	594790.5878	129683.7583	724474.3461	1.174725476	0.200363691	68.7544583
2011	2011Quý1	76611.85314	592744.0408	115111.7311	707855.7719	1.602545968	0.17344496	88.7995464
2011	2011Quý2	59701.95006	558438.1462	97234.94628	655673.0925	1.043694823	0.095033054	56.9363938
2011	2011Quý3	66479.06922	561670.6274	96196.75285	657867.3803	1.027461846	0.103827472	56.5644658
2011	2011Quý4	54273.00022	455279.3908	83613.96606	538893.3569	0.653367213	0.065801885	35.9584549
2012	2012Quý1	89394.83826	613370.2341	103142.1885	716512.4226	1.312854062	0.163796709	73.8325385
2012	2012Quý2	125565.4466	670089.2273	104732.4627	774821.69	1.096223441	0.17765092	63.6937180
2012	2012Quý3	62837.04861	640119.4309	82364.47782	722483.9088	1.003160071	0.087248474	54.5204272
2012	2012Quý4	51465.96786	680702.847	86745.90264	767448.7496	0.78479347	0.052629124	41.8711297
2013	2013Quý1	91793.5763	797323.9309	92066.78249	889390.7134	1.300910257	0.134266305	71.7588280
2013	2013Quý2	87933.14503	800025.0347	97702.32804	897727.3628	1.081032667	0.105888053	59.3460359
2013	2013Quý3	67612.84358	809320.6192	94132.69113	903453.3103	0.996333513	0.074563833	53.5448673
2013	2013Quý4	100611.6369	840640.352	106867.1864	947507.5384	0.814443723	0.086482179	45.0462950

Bảng 17. Bảng tóm tắt những công trình nghiên cứu ở nước ngoài và trong nước**Bảng 17.1. Bảng tóm tắt những công trình nghiên cứu ở nước ngoài**

STT	Tác giả	Mục tiêu nghiên cứu	Phương pháp nghiên cứu	Kết quả nghiên cứu
1	Demirguc-Kunt và Ross Levine (1995)	Xem xét sự phát triển TTCK sẽ ảnh hưởng đến hệ thống tài chính như thế nào	Sử dụng dữ liệu bảng ở 41 quốc gia từ năm 1986 đến năm 1993, phương pháp phân tích hồi qui. Biến số TTCK gồm kích cỡ thị trường, tính thanh khoản, mức độ tập trung, sự dao động lên xuống của thị trường, sự phát triển tổ chức tài chính, và khả năng hội nhập quốc tế	TTCK nói riêng và thị trường tài chính nói chung sẽ ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng kinh tế
2	Ross Levine và Zervos (1996)	Thiết lập mô hình mối quan hệ giữa TTCK, TT tài chính và tốc độ phát triển thông qua kênh tích lũy tư bản và đổi mới kỹ thuật	Sử dụng mô hình từ Demirguc-Kunt, phương pháp phân tích hồi qui	Sự phát triển TTCK ảnh hưởng tích cực và mạnh mẽ đến tăng trưởng kinh tế trong dài hạn
3	Griffin (1998)	Xem xét mối quan hệ giữa TTCK và tăng trưởng kinh tế	Đánh giá TTCK thông qua kích cỡ, chiều sâu, tính thanh khoản của các loại cổ phiếu có mặt trên thị trường, phương pháp phân tích hồi qui	Đồng tình về mối quan hệ thuận chiều giữa tăng trưởng kinh tế và các biến đo lường sự phát triển TTCK

4	Mimam Alam và Tanweer Hasan (2003)	Tìm hiểu mối quan hệ nhân quả trực tiếp giữa sự phát triển TTCK và tăng trưởng kinh tế ở Mỹ	Phương pháp phân tích hồi qui	Sự phát triển TTCK và lãi suất gây ra sự thay đổi GDP trong ngắn hạn. Mặc dù GDP gây ra lãi suất, mức giá và tình trạng thất nghiệp nhưng nó không gây ra sự thay đổi trong vốn hoá TTCK. Trong ngắn hạn có mối quan hệ hai chiều giữa GDP và lãi suất và có mối quan hệ một chiều giữa TTCK và GDP. Chú trọng đến mối quan hệ dài hạn hơn là mối quan hệ ngắn hạn
5	Felix Fofana N'Zue (2004)	Nghiên cứu mối quan hệ giữa TTCK và tăng trưởng kinh tế ở Cote D'Ivoire	Sử dụng mô hình của Griffin, mô hình ECM, kiểm định nhân quả Granger	Tồn tại mối quan hệ một chiều từ sự phát triển TTCK đến tăng trưởng kinh tế nhưng không có chiều ngược lại. GDP có quan hệ tích cực đến đầu tư công, chi tiêu công, trợ giúp phát triển công cộng, đầu tư trực tiếp nước ngoài và chỉ số phát triển TTCK
6	Charles Amo Yartey và Charles Komla Adjasi (2006)	Nghiên cứu sự phát triển thị trường chứng khoán ở các quốc gia Châu Phi	Sử dụng mô hình của Ross Levine và Zervos (1996), mô hình ECM, kiểm định nhân quả Granger	Tỷ lệ giá trị của cổ phần được giao dịch trên GDP là yếu tố từ sự phát triển của TTCK có ý nghĩa đối với tăng trưởng kinh tế
7	Syrya Bahadur G.C. (2006)	Khảo sát sự tồn tại mối quan hệ nhân quả giữa TTCK và tăng trưởng kinh tế ở	Đồng liên kết, mô hình ECM dựa vào dữ liệu chuỗi thời gian từ năm 1988 đến năm 2005	Mối quan hệ dài hạn đồng liên kết và mối quan hệ nhân quả của các biến vĩ mô và các biến TTCK thậm chí trong một thị trường nhỏ ở Nepal.

		đất nước Nepa		
8	Rama K.Agrawalla và S.K.Tuteja (2007)	nghiên cứu về mối quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của TTCK ở Ấn Độ	Sử dụng nhóm biến gồm vốn hoá thị trường, tốc độ luân chuyển, chỉ số sản xuất công nghiệp, tín dụng khu vực ngân hàng đến khu vực thương mại, hình thành ba chỉ số: chỉ số sự phát triển TTCK, chỉ số tăng trưởng kinh tế và chỉ số sự phát triển khu vực ngân hàng, phương pháp đồng liên kết, mô hình ECM	Đã tìm được mối quan hệ cân bằng dài hạn giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK, tồn tại mối quan hệ hai chiều giữa sự phát triển khu vực ngân hàng và TTCK.
9	Nhóm Tác giả Boopen Seetanah,Rojid Sawkut, Vinesh Sannasee và Binesh Seetanah (2007)	Đo lường mối quan hệ hệ thống ngân hàng, thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế ở các nước đang phát triển	Dựa trên các nghiên cứu của Levinevà Zervos (1996); Seetanah và các cộng sự (2007). Chỉ số đo lường sự phát triển của TTCK được dựa vào nghiên cứu của Demirgiic-Kunt và Ross Levine (1995), phương pháp đồng liên kết, mô hình ECM	Sự phát triển TTCK có ý nghĩa và thuận chiều tác động đến tăng trưởng kinh tế, cụ thể 1% tăng lên ở sự phát triển TTCK đóng góp 0,17% tăng lên trong GDP
10	TMing-Hua Liu và Keshab M.Shrestha (2008)	Mối quan hệ giữa các biến số vĩ mô khác nhau và giá chứng khoán ở Trung	Phương pháp đồng liên kết, mô hình ECM	Kết luận sản xuất công nghiệp, nguồn cung tiền có mối quan hệ cùng chiều với giá cổ phiếu. Lạm phát, lãi suất và giá trị tiền tệ thì ảnh hưởng nghịch chiều đến giá cổ phiếu.

		Quốc.		
11	Ita Joseph John, Cornelius M.Ojong và Emmanuel Sebastian Akpan (2010)	Nghiên cứu hệ thống các biến thể hiện cho sự phát triển TTCK và tăng trưởng kinh tế	Sử dụng mô hình ECM và nhóm biến bao gồm tính thanh khoản thị trường, GDP, tỷ lệ tiết kiệm, tỷ lệ đầu tư, và đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI.	Nếu có một sự gia tăng lên ở một quốc gia cụ thể trong tỷ lệ tiết kiệm sẽ giảm sự phát triển thị trường và ngược lại
12	James Laurenceson (2002)	Xem xét vai trò TTCK đối với tăng trưởng kinh tế ở Trung Quốc	Dữ liệu thứ cấp, duy vật biện chứng	TTCK Trung Quốc không thực sự cần thiết cho tăng trưởng kinh tế bởi TTCK không có ý nghĩa để cải thiện việc đổi mới các công ty nhà nước và cải thiện tình trạng thiếu hụt ở thị trường tín dụng
13	Agarwal Sumit (2001)	Nghiên cứu TTCK và tăng trưởng kinh tế cho các quốc gia Châu Phi	Không đưa ra mô hình, chỉ xem xét ở hệ số tương quan trong thống kê mô tả để đưa ra kết luận dữ liệu thời gian từ năm 1992-1997 ở chín quốc gia Châu Phi	Mối quan hệ giữa đầu tư và tăng trưởng kinh tế nhưng không tìm thấy mối quan hệ nào giữa các biến TTCK sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế

Bảng 17.2. Bảng tóm tắt những công trình nghiên cứu ở trong nước

STT	Tác giả	Mục tiêu nghiên cứu	Phương pháp nghiên cứu	Kết quả nghiên cứu
1	Nguyễn Phong Châu (1996)	Nghiên cứu TTCK mới nổi và tăng trưởng kinh tế và ứng dụng cho Việt Nam.	Kiểm định nhân quả Granger giữa kích cỡ TTCK và tăng trưởng kinh tế; tính thanh khoản và tăng trưởng kinh tế; sự giao động lên xuống giá cổ phiếu và tăng trưởng kinh tế.	TTCK có thể là chất xúc tác đến tăng trưởng thông qua ảnh hưởng tích cực của nó đến đầu tư tài chính, dòng vốn chảy vào, làm giảm sự sụp đổ tài chính có thể thúc đẩy cho tăng trưởng nhanh hơn
2	Diệp Trí Minh (2000)	Nghiên cứu các vấn đề cơ bản về TTCK và ảnh hưởng của nó đến phát triển kinh tế của Việt Nam	Duy vật biện chứng	TTCK ảnh hưởng mạnh đến tăng trưởng và phát triển kinh tế của Việt Nam thông qua phân tích các vai trò và ngụ ý chính sách về phát triển TTCK
3	Trần Thị Thuỳ Linh (2007)	Nghiên cứu về thực trạng và giải pháp phát triển TTCK VN trong giai đoạn hội nhập đến năm 2020	Duy vật biện chứng	Nghiên cứu các lý luận cơ bản về TTCK, cơ chế vận hành của thị trường. Phân tích đánh giá TTCK Việt Nam là một chuỗi các sự kiện mang tính lịch sử. Tác giả đã làm rõ những lý luận về TTCK tìm hiểu sự hình thành và phát triển của TTCK Việt Nam
4	Trần Thị Mộng Tuyết (2008)	Nghiên cứu về định hướng phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2020	Duy vật biện chứng	Tổng kết những vấn đề cơ bản nhất về chứng khoán và TTCK, phân tích thực trạng TTCK trong những năm qua. TTCK Việt Nam
5	Nguyễn Thị Lệ Hoa (2008)	Nghiên cứu về những giải pháp để thúc đẩy TTCK Việt Nam phát triển bền vững	Duy vật biện chứng	Nghiên cứu đã phân tích thực trạng trong quá trình phát triển và đề ra những giải pháp giúp TTCK Việt Nam phát triển lành mạnh
6	Lê Đạt Chí (2010)	Dự báo TTCK Việt Nam và các biến số vĩ mô	Ứng dụng mô hình mạng thần kinh nhân tạo trong dự báo kinh tế (ANN). Các biến số nghiên cứu bao gồm: lạm phát, tỷ giá, lãi suất, sản lượng công	Các biến số vĩ mô cũng góp phần dự báo được VN-index ở mức độ khá lớn đặc biệt là các biến tăng trưởng tín dụng, lãi suất và lạm phát

			ngiệp, cán cân thương mại, cung tiền, Vn-Index.	
7	Võ Thị Hà Hạnh (2010)	Nghiên cứu về những nhân tố quyết định của sự phát triển TTCK ở những nước ASEAN	Kiểm định nhân quả Granger để khảo sát mối quan hệ giữa sự phát triển của TTCK và tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ tiết kiệm, khu vực ngân hàng, tính thanh khoản TTCK, và sự ổn định vĩ mô ở các nước ASEAN	Ngoại trừ tỷ lệ lạm phát, tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa sự phát triển TTCK và tăng trưởng kinh tế, tiết kiệm, sự phát triển khu vực ngân hàng và tính thanh khoản TTCK. Sự phát triển trung gian tài chính ảnh hưởng tích cực và có ý nghĩa lên vốn hoá TTCK
8	Trần Văn Hoàng và Tống Bảo Trân (2014)	Nghiên cứu về tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam	Kiểm định nhân quả, sử dụng chỉ số VN-Index	Có mối quan hệ nhân quả một chiều từ thị trường chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế