

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**

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Thành phố Hồ Chí Minh, năm 2016

Công trình được hoàn thành tại: **Trường Đại học Kinh tế - Luật- ĐHQG-TP.HCM**

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

Phản biện 1. PGS.TS Ngô Hương

Phản biện 2. PGS.TS Nguyễn Hồng Nga

Phản biện 3. PGS.TS Hạ Thị Thiều Dao

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án họp tại Trường Đại học Kinh tế - Luật vào lúc giờ ngày tháng năm

Có thể tìm hiểu Luận án tại thư viện:

-Thư viện Trung tâm ĐHQG -TP.HCM

-Thư viện Khoa học Tổng hợp -TP.HCM

-Thư viện Trường Đại học Kinh tế - Luật –ĐHQG-TP.HCM

**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

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Thành phố Hồ Chí Minh, năm 2016

MỞ ĐẦU

1. Mục tiêu nghiên cứu của luận án

Mục tiêu nghiên cứu của luận án gồm có 4 mục tiêu, 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.

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 đó, 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 xem xét ý kiến của những người trực tiếp hoạt động, 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 ... thông qua nghiên cứu định tính bằng cách thực hiện khảo sát và phỏng vấn sâu nhằm tìm hiểu sâu thêm về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK, cũng như vai trò của TTCK sẽ đóng góp đến tăng trưởng kinh tế như thế nào. *Ngoài ra*, luận án cũng thực hiện khảo sát các công ty phát hành với mục đích tìm hiểu thực trạng huy động vốn qua TTCK của các công ty phát hành với các đối tượng phỏng vấn cụ thể là giám đốc công ty, vị trí quản lý tại công ty, kế toán trưởng hay giám đốc tài chính.

Thứ tư, luận án đưa ra các giải pháp thúc đẩy sự phát triển thị trường chứng khoán gắn kết với tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam trong tiến trình phát triển kinh tế theo hướng bền vững 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. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

2.1. Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của luận án 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.

2.2. Phạm vi nghiên cứu

2.2.1. 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. 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 sự 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.

2.2.2. Về không gian

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

2.2.3. 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.

3. 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 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 vectơ 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. Sau đó kiểm định nhân quả Granger, chạy phân rã phương sai và xem hàm phản ứng sung để xem xét mức độ 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 thân âm. 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 hàng 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.

4. Những điểm mới trong luận án

Luận án hi vọng 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 vectơ 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.

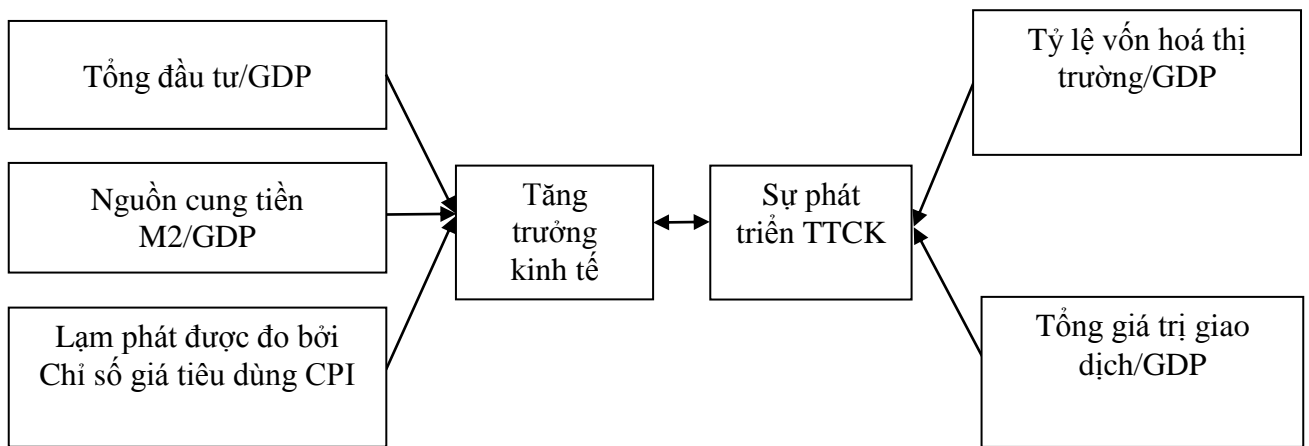
CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN VỀ TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU THỰC HIỆN ĐỀ TÀI

1.1. Tổng quan về tình hình nghiên cứu

Dựa trên những nghiên cứu trước đó ở nước ngoài và trong nước. Luận án có cơ sở để đưa ra những nhận xét và đề xuất hướng đi cho đề tài như sau:

Thứ nhất, 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 rẻ 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. Tác giả đề xuất sử dụng mô hình nghiên cứu được khái quát hoá như sau:



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

Hình 1.1: Mô hình nghiên cứu về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển TTCK của tác giả

Thứ hai, 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) , 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) .

Thứ ba, 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 ; (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. 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. Các biến được chọn 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.

Hai là, tác giả ủng hộ quan điểm xem xét sự phát triển hệ thống tài chính, trung gian tài chính thường xem xét thông qua 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 %. Trên thực tế, nếu cung tiền có sự gia tăng đến một giá trị nào đó cũng sẽ gây ra việc tăng GDP danh nghĩa.

Ba là, tác giả lựa chọn biến lạm phát được giải thích bởi chỉ số giá tiêu dùng CPI. 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. Do đó, lạm phát ảnh hưởng đến mối quan hệ TTTC- tăng trưởng ở hai kênh: kênh tích lũy tư bản và kênh năng suất.

Bốn là, biến 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 thông qua việc phụ thuộc vào các biến giải thích như:

- **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.

- ***Biến tính thanh khoản hay 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, 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. 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. Tính thanh khoản TTCK sử dụng một trong 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 TTCK. Tác giả mong đợi tính thanh khoản có tác động tích cực trên vốn hoá thị trường, nó đo lường mức độ giao dịch trong sự so sánh cả kích cỡ thị trường và nền kinh tế.

1.2. 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?

1.3. Mô hình vectơ hiệu chỉnh sai số VECM

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

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

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

Trong đó, 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.

1.4. 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 - 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:

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

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

- 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. 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 $\alpha_i \neq 0$ (3) và $\nu_j = 0$ (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: TRADEMAt 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 $\alpha_i = 0$ (3) và $\nu_j \neq 0$ (4) Kết luận: ECOGROWTHt gây ra	Nếu $\phi_i = 0$ (5) và $\sigma_j \neq 0$ (6) Kết luận: ECOGROWTHt gây

		nhân quả TRADEVAt (mối quan hệ một chiều)	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 $\omega_i \neq 0$ (3) và $\nu_j \neq 0$ (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 TRADEMAAt
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 $\omega_i = 0$ (3) và $\nu_j = 0$ (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 TRADEMAAt

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

CHƯƠNG 2

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

Trong chương này, tác giả đã hệ thống hoá các cơ sở lý luận về thị trường chứng khoán và vai trò của TTCK đối với tăng trưởng kinh tế gồm 7 nhóm vai trò: (i) Là kênh huy động và điều hoà vốn cho nền kinh tế trong việc dẫn vốn từ nơi thừa đến nơi thiếu, đảm bảo tính thanh khoản cho nhà đầu tư, giúp các doanh nghiệp hoạt động tốt hơn, 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, cung cấp môi trường đầu tư lành mạnh, công bằng cho mọi người dân, giúp Chính phủ thực hiện điều tiết các chính sách kinh tế vĩ mô. Tiếp theo, luận án trình bày kinh nghiệm quản lý thị trường ở một số nước ở Châu Á như Thái Lan, Singapore, Malaysia, Phillippines, Đài Loan. Việt Nam có thể học tập các bài học kinh nghiệm trong: (i) Phát triển các loại chứng khoán phái sinh; (ii) Tạo nhiều cơ hội qua lại 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; (iv) Đào tạo nhân sự cho thị trường và ứng dụng công nghệ thông tin vào giao dịch và quản lý; (v) Tách một SGD làm SGD TTCK phái Sinh và nhanh chóng hoàn thiện khâu thiết kế và vận hành TTCK phái sinh; (vi) 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 quy định công bố thông tin và thông tin kết nối 24/24 cho các NĐT đặt lệnh. *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. 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. 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. 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.

Ngoài ra, 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 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. 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 GIỮA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.1. Tóm tắt chương

Trong chương này, luận án trình bày thực trạng quá trình hình thành và phát triển TTCK Việt Nam. TTCK Việt Nam đã trải qua hơn 15 năm hình thành và phát triển. TTCK Việt Nam có hai SGD là HOSE và HNX, cùng với các định chế dịch vụ liên quan, vốn hoá thị trường đạt 19,7% GDP năm 2013. 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. Thị trường trái phiếu đa dạng các kỳ hạn từ 2-15 năm nhưng nhìn chung qui mô vẫn còn nhỏ và tính thanh khoản còn thấp. 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, 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, Việt Nam có tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và ổn định trong nhiều năm, 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, 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

trường 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. Các chuyên gia đều tán thành 7 nhóm vai trò chính của TTCK Việt Nam có thể đóng góp cho tăng trưởng. *Ngoài ra*, theo kết quả khảo sát của 40 công ty phát hành, tất cả các công ty hầu như đều có hình thức huy động đa dạng. *Trong đó*, lý do các công ty cần huy động vốn từ TTCK bởi có chiến lược huy động vốn 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. Các công ty đánh giá những khó khăn hiện nay khi huy động qua TTCK gồm có : (i) 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; (ii) 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 ; (iii) 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 kế 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 ;(iv) 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 . 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. Vì vậy cần tìm giải pháp cho các vấn đề nêu trên.

Kết quả phân tích định lượng được liệt kê chi tiết như sau:

3.2. Đặc điểm của chuỗi dữ liệu thời gian

Sau khi kiểm định các bệnh trong kinh tế lượng cho chuỗi dữ liệu thời gian 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. Luận án sử dụng kiểm định nghiệm đơn vị Augmented Dickey Fuller 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)). Sau đó, luận án xem xét độ trễ tối ưu bằng 2 cho dữ liệu. Tiếp theo, luận án xem xét tính đồng liên kết bằng kiểm định Johansen-Juselius, các kiểm định đều cho kết quả giống nhau, do đó chấp nhận giả thuyết có tồn tại một vectơ đồng liên kết trong mô hình. Như vậy, có 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 .

3.3. Mô hình vectơ hiệu chỉnh sai số (VECM)

ECOGROWTH	STOCKDEV	INVGDP	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]

Bảng 3.1. Phương trình đồng liên kết [Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả]

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 λe_{t-1}^{\wedge} cùng với dấu trừ được thể hiện trong bảng 3.1 nên khi viết phương trình đồng liên kết thể hiện mối quan hệ giữa tăng trưởng 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 (INVGDP), 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 giả thuyết của mô hình, tác giả kỳ 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 nghiên cứu 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) 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 INVGDP, MOSUPPLYGDP, CPI sẽ làm tăng trưởng kinh tế tăng lần lượt 1.24%; 0.232%; 0.250 %.

Trong mô hình VECM, 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, INVGDP, 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 INVGDP ở cả hai giai đoạn, bởi MOSUPPLYGDP ở giai đoạn 2 ở mức ý

nghĩa 5%. Không đủ bằng chứng để kết luận $D(\text{ECOGROWTH})$, $D(\text{CPI})$ trong quá khứ có thể giải thích cho $D(\text{STOCKDEV})$.

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 $\Delta(\text{ECOGROWTH})$ sẽ tăng ở quý tiếp theo (tức là ECOGROWTH_t tăng hay $\Delta\text{ECOGROWTH}$ 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 $D(\text{MOSUPPLYGDP}) = -11.632$ 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 $D(\text{INVGDP}) = 0.093$ 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 $D(\text{CPI}) = 0.107$ 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.

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

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 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 $D(\text{ECOGROWTH})$ và $D(\text{INVGDP})$, giữa $D(\text{ECOGROWTH})$ và $D(\text{MOSUPPLYGDP})$. *Mặt khác*, tồn tại mối quan hệ một chiều giữa $D(\text{ECOGROWTH})$ tác động lên $D(\text{CPI})$, giữa $D(\text{INVGDP})$ tác động lên $D(\text{STOCKDEV})$, giữa $D(\text{INVGDP})$ tác động lên $D(\text{MOSUPPLYGDP})$, giữa $D(\text{MOSUPPLYGDP})$ tác động lên $D(\text{CPI})$. *Đồng thời*, kiểm định nhân quả Granger không cho thấy bất cứ mối quan hệ nào giữa $D(\text{MOSUPPLYGDP})$

và D(STOCKDEV), giữa D(CPI) và D(STOCKDEV), và giữa D(CPI) và D(INVGDP).

3.5. 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. *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 nhưng không có chiều ngược lại từ ECOGROWTH có thể tác động lên MACAP. *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. Điều đó cho thấy mối quan hệ một chiều từ STOCKDEV tác động đến GDP 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. 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 TTCK 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, 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.

3.6. Hàm phản ứng sung

Dựa vào hàm phản ứng sung của ECOGROWTH trước cú sốc của STOCKDEV cho thấy hàm phản ứng của tăng trưởng kinh tế trong cả thời kỳ 10 quý bị ảnh hưởng tích cực từ cú sốc dương của sự phát triển thị trường chứng khoán 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 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. Thông qua phản ứng sung đã cho thấy mối quan hệ tác động tích cực của TTCK đối với tăng trưởng kinh tế.

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. 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 vượt 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.

3.7. Phân rã phương sai

Dựa vào kết quả phân rã phương sai của tăng trưởng kinh tế, luận án cho 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 trưởng 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.

Từ kết quả phân rã phương sai của sự phát triển TTCK, 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.

CHƯƠNG 4

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

Trong chương này, các quan điểm thúc đẩy sự phát triển TTCK gắn kết với tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam xuất phát từ 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, 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, 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, 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 trong và ngoài nước; (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 phái 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 phái 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

manh sẽ cung cấp hàng hoá có chất lượng cho TTCK; (ix) Tiếp tục đẩy mạnh cổ phần hóa DNNN cung cấp hàng hóa 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 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; (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, và các đối tượng trung gian như công ty chứng khoán và quỹ đầu tư cần 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 (NĐT); (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.

KẾT LUẬN

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 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.

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 thiểu 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 quy định công bố thông tin; đào tạo nhân sự, sát nhập SGDC 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. 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 và 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 và tính thanh khoản 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 dễ 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 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 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. 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.

Thứ năm, điểm mới luận án tính toán chỉ số phát triển của TTCK Việt Nam 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 vectơ 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, 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.

Cuối cùng, luận án đưa ra 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. Các giải pháp quan trọng tập trung vào việc 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 để gia tăng tính thanh khoản và độ năng động trên thị trường, 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, tổng đầu tư đi vào 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.

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.