

**T**hị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam ra đời và hoạt động gần mười lăm năm qua đang dần đóng vai trò ngày càng quan trọng trên thị trường tài chính Việt Nam, đã thực sự trở thành kênh huy động vốn, đặc biệt là huy động vốn dài hạn cho sự phát triển kinh tế của đất nước. Theo Nguyễn Sơn (2010), TTCK nước ta trong thời gian qua đã đạt được thành tựu đáng kể khi quy mô hàng hóa và nguồn cung trên thị trường liên tục tăng, thể hiện qua vốn hóa TTCK chỉ đạt trên dưới 1% trong giai đoạn 2000 - 2005 đã nhảy vọt lên khoảng 40 - 50% GDP năm 2010, số lượng nhà đầu tư tham gia trên thị trường ngày càng đông đảo, khuôn khổ pháp lý, tính công khai minh bạch và khả năng quản lý giám sát thị trường của các cơ quan quản lý Nhà nước ngày càng được nâng cao, TTCK đã dần hội nhập với thị trường vốn quốc tế và khu vực. Theo Trần Nguyễn (2015), ngoài vai trò là kênh hỗ trợ nguồn vốn cho các doanh nghiệp nhằm tăng cường các hoạt động sản xuất kinh doanh trong nền kinh tế, TTCK nước ta cũng đóng vai trò trong việc đẩy nhanh tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước gắn với niêm yết đã tăng cường sự kiểm tra, giám sát của xã hội đối với hoạt động của doanh nghiệp (các cổ đông trong và ngoài doanh nghiệp cùng giám sát, nhà đầu tư có cơ hội tiếp xúc nghiên cứu thông qua thông tin trong các bản cáo bạch); tạo áp lực đòi hỏi các doanh nghiệp này phải tiếp cận với phương thức quản trị mới, minh bạch hơn, tự chủ và hiệu quả hơn trong hoạt động; nâng cao tính thanh khoản của cổ phiếu; tăng khả năng huy động vốn để đầu tư phát triển, nâng cao năng lực sản xuất - kinh doanh. Chính vì thế, đánh giá tổng thể

## VAI TRÒ CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN ĐỐI VỚI TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ Ở VIỆT NAM

 **Hồ Ngọc Tú \***

vai trò của TTCK đến tăng trưởng kinh tế trở nên hết sức cần thiết hiện nay. Mục tiêu của nghiên cứu này sẽ phân tích định lượng về mối quan hệ giữa sự phát triển TTCK đến tăng trưởng GDP, từ đó đưa ra những hàm ý chính sách để phát triển TTCK và hiệu quả hoạt động của TTCK đến nền kinh tế.

### 1. Cơ sở lý thuyết

Thị trường chứng khoán có vai trò quan trọng trong thu hút vốn nhàn rỗi trong nước và nước ngoài cho các doanh nghiệp thông qua phát hành cổ phiếu cho công chúng nhằm tạo điều kiện cho các doanh nghiệp này có thêm vốn để thúc đẩy sản xuất kinh doanh, mở rộng sản xuất, cuối cùng sẽ dẫn tới việc thúc đẩy tăng trưởng GDP của quốc gia.

Theo Barry Bosworth (1975), TTCK có vai trò trong việc thúc đẩy tiêu dùng và đầu tư trong nền kinh tế. Cụ thể, theo Barry Bosworth (1975), khi giá các cổ phiếu trên TTCK tăng lên sẽ làm tăng sự giàu có trong dân chúng và từ đó sẽ làm tăng nhu cầu tiêu dùng trong nền kinh tế và ngược lại. Ngoài ra, theo Barry Bosworth (1975), TTCK còn có vai trò thúc đẩy đầu tư trong nền kinh tế, vì khi TTCK phát triển các doanh nghiệp có thể huy động được nguồn vốn qua TTCK đồng thời chi phí vốn để đầu tư sản xuất của các doanh nghiệp cũng giảm đi. Khi tiêu dùng và đầu tư trong nền kinh tế được thúc đẩy sẽ tác động làm tăng tổng cầu trong nền kinh tế dẫn đến tăng trưởng GDP sẽ cao hơn.

Tuy nhiên, theo Tobias và Danson

(2011), TTCK ngoài vai trò quan trọng trong việc luân chuyển dòng vốn tiết kiệm của người dân trong nền kinh tế đến các doanh nghiệp sản xuất, còn có vai trò khuyến khích người dân tiết kiệm nhiều hơn và tiêu dùng ít đi để đầu tư vào TTCK, cung cấp thêm nguồn vốn cho các hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp, khuyến khích tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra, theo Hamid (2013), TTCK không chỉ thu hút dòng vốn tiết kiệm từ người dân trong nước, mà còn có vai trò thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài cho các doanh nghiệp mở rộng đầu tư sản xuất kinh doanh. Đồng thời, thông qua TTCK tại các doanh nghiệp có dự định mở rộng đầu tư vào các dự án công nghệ cao sẽ huy động được một lượng vốn với chi phí thấp hơn các kênh khác (chẳng hạn như vay vốn từ ngân hàng thương mại), từ đó sẽ khuyến khích được tăng trưởng kinh tế trong dài hạn.

### 2. Nghiên cứu thực nghiệm về vai trò của TTCK tới tăng trưởng kinh tế tại một số nước trên thế giới và Việt Nam

Theo nghiên cứu của Guglielmo (2004), về mối quan hệ giữa sự phát triển của TTCK tới tăng trưởng kinh tế ở các nước Argentina, Chilê, Hy Lạp, Hàn Quốc, Philippines, Hà Lan bằng mô hình kinh tế lượng VAR sử dụng biến vốn hóa TTCK/GDP và giá trị giao dịch chứng khoán/GDP để đại diện cho sự phát triển của TTCK, và sử dụng biến GDP để đại diện cho sự phát triển của nền kinh tế.

\* Viện Chiến lược và chính sách tài chính

Chuỗi dữ liệu được lấy theo quý từ quý 1/1977 đến quý 4/1998. Kết quả từ mô hình của Guglielmo (2004) chỉ ra rằng, TTCK có vai trò thúc đẩy tăng trưởng dài hạn và đóng vai trò là kênh lưu chuyển dòng vốn nhàn rỗi đến các dự án đầu tư thông qua trung gian tài chính. Theo nghiên cứu của Ake Boubakari (2010), về vai trò của phát triển TTCK đến tăng trưởng kinh tế ở các quốc gia Bỉ, Pháp, Bồ Đào Nha, Hà Lan, Anh bằng kiểm định nhân quả Granger với chuỗi số liệu từ quý 1/1995 đến quý 4/2008 cho ra kết quả rằng, sự phát triển của TTCK có mối quan hệ với tăng trưởng kinh tế trong dài hạn ở Pháp, Hà Lan, Anh. Ake Boubakari (2010) giải thích rằng, TTCK giúp tăng sự hiệu quả sử dụng vốn trong nền kinh tế ở các nước Pháp, Hà Lan, Anh.

Theo Randall (1999), nghiên cứu về tác động khuyến khích tăng trưởng kinh tế của TTCK của 64 quốc gia, bao gồm 3 nhóm là các quốc gia có thu nhập cao, các quốc gia có thu nhập trung bình thấp và thấp với chuỗi dữ liệu từ 1985 đến 1997. Theo đó, biến vốn hóa thị trường/GDP, doanh thu của các công ty niêm yết và số lượng các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán làm đại diện cho mức độ phát triển của TTCK và biến tốc độ tăng trưởng GDP đại diện cho tốc độ phát triển của nền kinh tế. Kết quả từ mô hình của Randall (1999) cho rằng, TTCK thực sự có vai trò trong khuyến khích tăng trưởng kinh tế, đặc biệt, tại các nước có thu nhập cao thì TTCK có tác động đến tăng trưởng kinh tế lớn hơn ở các nước có thu nhập trung bình và thu nhập thấp. Theo Randall (1999), kết quả từ mô hình là phù hợp với xu hướng thực tế, vì các nước có mức thu nhập cao thường có



*Thị trường chứng khoán Việt Nam đã từng bước thể hiện được vai trò là một kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế, góp phần giảm áp lực cung ứng vốn tín dụng từ hệ thống Ngân hàng thương mại*

thị trường tài chính phát triển hơn và sẽ hiệu quả hơn trong việc huy động nguồn vốn tiết kiệm trong dân chúng tới các doanh nghiệp trong nền kinh tế để mở rộng sản xuất kinh doanh thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Theo Tobias và Danson (2011), nghiên cứu về mối quan hệ giữa TTCK và tăng trưởng kinh tế ở Kenya bằng mô hình kinh tế lượng VAR với chuỗi số liệu từ năm 2001 - 2010. Kết quả trong mô hình của Tobias và Danson (2011) chỉ ra rằng, chỉ số chứng khoán có tương quan cùng chiều với tăng trưởng kinh tế, tức là khi các chỉ số trên TTCK của Kenya tăng sẽ khuyến khích tăng trưởng kinh tế. Theo Tobias và Danson (2011), TTCK là một thành phần của thị trường tài chính, khi TTCK phát triển tức là sự luân chuyển từ dòng vốn tiết kiệm trong dân chúng tới đầu tư của các doanh nghiệp lúc này sẽ dễ dàng hơn dẫn đến tăng trưởng kinh tế cao hơn.

Về nghiên cứu vai trò của TTCK Việt Nam đến nền kinh tế, điển hình là nghiên cứu của Nguyễn Sơn (2010) về vai trò

TTCK Việt Nam từ khi thành lập năm 2000 đến năm 2010. Theo đó, TTCK Việt Nam đã dần đóng vai trò là kênh dẫn vốn trung và dài hạn quan trọng, đóng góp tích cực cho sự nghiệp công nghiệp hóa - hiện đại hóa đất nước. Trong suốt thời kỳ từ 2000 - 2005, vốn hóa thị trường chỉ đạt trên dưới 1% GDP. Quy mô thị trường đã có bước nhảy vọt mạnh mẽ lên khoảng từ 40 - 50% GDP trong năm 2010. Hoạt động phát hành huy động vốn trên TTCK thực tế chỉ mới phát sinh từ năm 2006 trở lại đây. Trong năm 2007, tổng lượng vốn huy động của các doanh nghiệp qua TTCK lên đến gần 40.000 tỷ VNĐ. Ngoài ra, công tác cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước (DNNN) đã được gắn kết với việc huy động vốn từ công chúng đầu tư, góp phần thúc đẩy nhanh việc sắp xếp khu vực DNNN theo tiến trình cải cách nền kinh tế của Chính phủ và huy động vốn cho ngân sách nhà nước. Hoạt động phát hành trái phiếu qua Sở giao dịch chứng khoán dần trở thành một kênh huy động vốn quan trọng cho

Chính phủ. Dư nợ trái phiếu Chính phủ (TPCP) tính đến cuối 2009 vào khoảng 16,9% GDP.

Theo Nguyễn Hương Giang (2011), TTCK mới nổi Việt Nam đã thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào, từ đó có tác động tăng cường năng lực cung cấp vốn của TTCK cho các hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp trong nền kinh tế, thúc đẩy tăng trưởng GDP Việt Nam. Tính tới thời điểm cuối năm 2010, tổng mức vốn đầu tư nước ngoài vào TTCK của Việt Nam tầm 1 tỷ USD. Ngoài ra, theo Trần Quốc Tuấn (2010), TTCK Việt Nam đã từng bước thể hiện được vai trò là một kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế, góp phần giảm áp lực cung ứng vốn tín dụng từ hệ thống ngân hàng thương mại. Lượng vốn mà các doanh nghiệp được qua TTCK đã góp phần rất lớn vào việc đầu tư phát triển, mở rộng sản xuất kinh doanh, đóng góp tích cực cho mục tiêu tăng trưởng và thúc đẩy mạnh mẽ tiến trình cổ phần hóa của các doanh nghiệp nhà nước.

Nhìn chung, các nghiên cứu về vai trò của TTCK Việt Nam đến tăng trưởng kinh tế trong thời gian qua đã phân tích được vai trò ngày càng quan trọng của TTCK Việt Nam tới tăng trưởng kinh tế khi vốn hóa TTCK, lượng vốn huy động của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường thông qua phát hành thêm và đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK Việt Nam ngày càng mở rộng về quy mô. Tuy nhiên, còn một số hạn chế trong nghiên cứu vai trò của TTCK Việt Nam tới tăng trưởng kinh tế nước ta trong thời gian vừa qua, đó là các nghiên cứu chủ yếu chưa đánh giá mối quan hệ này dưới góc độ định lượng bằng mô hình kinh tế lượng vĩ mô, như một số nghiên

cứu thực nghiệm khác trên thế giới của Guglielmo (2004), Randall (1999), Ake Boubakari (2010), Tobias và Danson (2011), nhằm nêu rõ xem vai trò của sự tăng thêm các nguồn vốn vào TTCK đến tăng trưởng GDP của Việt Nam được lượng hóa cụ thể như thế nào. Do đó, trong nghiên cứu này, sẽ sử dụng mô hình định lượng để lượng hóa mối quan hệ của TTCK đến tăng trưởng GDP với chuỗi số liệu theo quý, từ quý 4/2005 đến quý 3/2015.

### 3. Mô hình thực nghiệm và phương pháp nghiên cứu

Để đánh giá vai trò của TTCK đến tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam, tác giả chọn mô hình hồi quy đa biến theo phương pháp ước lượng OLS. Về biến đại diện cho sự phát triển của TTCK Việt Nam, tác giả sử dụng giá trị giao dịch trung bình qua các quý trên sàn Hose, bởi vì giá trị giao dịch của TTCK thể hiện mức độ thanh khoản hay dòng tiền luân chuyển trên TTCK. Theo nghiên cứu của Randall (1999), Guglielmo (2004) hay của Pradhan (2013) cho rằng, mức độ phát triển của TTCK có thể được thể hiện qua giá trị giao dịch trên sàn vì khi thị trường phát triển thì giá trị giao dịch sẽ tăng lên. Ngoài ra, giá trị vốn hóa của TTCK/GDP được Randall (1999), Guglielmo (2004) hay của Pradhan (2013) cho rằng, sẽ thể hiện được mức độ phát triển thấp, trung bình hay cao của TTCK, tuy nhiên, về chuỗi dữ liệu vốn hóa TTCK/GDP ở Việt Nam chưa đầy đủ qua các quý theo thu thập của tác giả nên có thể dùng chỉ tiêu giá trị giao dịch trung bình qua các quý trên sàn Hose làm đại diện cho sự phát triển của TTCK Việt Nam.

Về sự tăng trưởng kinh tế Việt Nam, có thể sử dụng giá trị sản lượng GDP

hiện hành qua các quý. Ngoài ra, tác giả còn sử dụng biến cung tiền M2 trong mô hình, bởi vì thông qua tăng trưởng cung tiền M2, sẽ thấy rõ được xu hướng nổi lũng hay thắt chặt chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, từ đó, sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng GDP. Theo Tú (2014), khi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam nổi lũng chính sách tiền tệ thì lượng cung tiền M2 trong nền kinh tế sẽ tăng lên, thúc đẩy các hoạt động đầu tư trong nền kinh tế và dẫn đến tăng trưởng kinh tế cao hơn, do đó, trong mô hình này, có thể sử dụng biến cung tiền M2 như là một nhân tố quan trọng có ảnh hưởng đến tăng trưởng GDP nhằm khắc phục trường hợp bỏ sót biến quan trọng trong mô hình.

Ngoài ra, tác giả đã sử dụng kiểm định Chow để kiểm tra xem rằng tác động của TTCK Việt Nam đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam qua các giai đoạn có khác nhau không. Kết quả từ kiểm định Chow chỉ ra rằng sự đóng góp của 1% tăng trưởng của TTCK tới tăng trưởng kinh tế Việt Nam trước năm 2007 và sau năm 2007 đến nay là khác nhau. Do đó, trong mô hình sẽ sử dụng biến giả D3 để đại diện cho sự khác nhau giữa vai trò của TTCK Việt Nam đến tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn từ quý 4/2005 đến quý 4/2006 và từ quý 1/2007 đến quý 3/2015.

Phương trình trong mô hình như sau:

$$\text{Log(GDP)} = \text{Log(KLGD)} + \text{Log(M2)} + D3 + ut$$

#### Số liệu nghiên cứu

Số liệu nghiên cứu trong mô hình được lấy theo quý, từ quý 4/2005 đến quý 3/2015 với tổng số quan sát là 43 quan sát. Trong đó, số liệu khối lượng giao dịch chứng khoán được lấy từ Bộ Tài chính, số liệu tăng trưởng GDP lấy từ Tổng cục Thống kê

(GSO), số liệu cung tiền (M2) được lấy từ IMF và Ngân hàng Nhà nước. (Bảng 1)

### Kết quả thực nghiệm

#### Kiểm định tính dừng của chuỗi thời gian

Để kiểm định tính dừng của chuỗi thời gian, trong mô hình sử dụng kiểm định ADF (Augmented Dickey - Fuller). Kết quả kiểm định tính dừng cho thấy biến khối lượng giao dịch chứng khoán có tính dừng ở mức ý nghĩa 5%. Tất cả các chuỗi còn lại đều không dừng và vì vậy lấy log là cần thiết, log của các chuỗi này có tính dừng ở mức ý nghĩa 5%. Như vậy, trong mô hình ước lượng vai trò của TTCK tới tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam, tất cả các biến sẽ được lấy log. (Bảng 2)

#### Kiểm định Chow

Trong mô hình, tác giả đã sử dụng kiểm định Chow để kiểm định xem tác động của TTCK Việt Nam có khác nhau qua các giai đoạn không. Kết quả từ kiểm định Chow chỉ ra rằng, tác động của 1% thay đổi của giá trị giao dịch chứng khoán trên TTCK của Việt Nam đến tăng trưởng GDP trong giai đoạn từ quý 4/2005 đến quý 4/2006 sẽ khác với giai đoạn từ quý 1/2007 đến quý 3/2015. (Bảng 3)

#### Phân tích kết quả từ mô hình (Bảng 4)

Kết quả từ mô hình chỉ ra rằng sự phát triển của TTCK thực sự có tác động tích cực tới tăng trưởng GDP ở Việt Nam. Cụ thể, trong giai đoạn từ quý 4/2005 đến quý 4/2006, khi giá trị giao dịch trên TTCK tăng 1% thì sẽ có tác động tích cực đến tăng trưởng GDP 0.1175%.

Tuy nhiên, trong giai đoạn từ năm 2007 đến nay, dường như sự đóng góp của các nguồn vốn huy động được trên TTCK cho tăng trưởng kinh tế hiệu quả hơn. Cụ thể, trong giai đoạn từ quý 1/2007 đến khi giá trị giao dịch trên

Bảng 1: Định nghĩa các biến trong mô hình

Biến	Viết tắt	Thời gian (quý)	Đơn vị	Nguồn
Khối lượng giao dịch	KLGD	2005Q4 – 2015Q3	Tỷ đồng	Bộ Tài Chính
Cung tiền	M2	2005Q4 – 2015Q3	Tỷ đồng	IMF, SBV
Tổng sản phẩm quốc nội	GDP	2005Q4 – 2015Q3	Tỷ đồng	GSO
Biến giả	D3	2005Q4 – 2015Q3		

Bảng 2: Kết quả kiểm định tính dừng

Chuỗi	Kiểm định ADF	Giá trị P-value
Log(KLGD)	-4,28789	0,0016
Log(M2)	-5,93036	0,0001
Log(GDP)	-3,91791	0,0049

Bảng 3: Kết quả kiểm định Chow

Thời điểm	Thống kê F	Giá trị P-value
Quý 4/2006	-7.79	0,0016

Bảng 4: Kết quả từ mô hình hồi quy đa biến

#### Biến phụ thuộc: Log(GDP)

Biến độc lập	Hệ số	Sai số chuẩn	Thống kê T	Giá trị P_Value
C	8.6173	1.2584	6.847	0.0000
Log(KLGD)	0.1175	0.0589	1.993	0.054
Log(M2)	0.2767	0.0951	2.908	0.006
D3	0.0501	0.1598	3.1384	0.0034

TTCK tăng 1% thì sẽ có tác động tích cực đến tăng trưởng GDP là 0.1676%. Điều này có thể được giải thích là do hoạt động phát hành huy động vốn trên TTCK đã bắt đầu từ năm 2006 và hoạt động phát hành thêm để huy động vốn của các doanh nghiệp niêm yết để tăng cường đầu tư cho sản xuất kinh doanh bắt đầu tăng trưởng mạnh mẽ hơn trên TTCK khi năm 2007 với tổng lượng vốn huy động lên đến gần 40.000 tỷ VND, đến năm 2014, đạt 257.000 tỷ VND, do đó, dòng vốn trên TTCK thực sự đã chảy vào các kênh sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, luân chuyển dòng vốn tiết kiệm của người dân đến sản xuất kinh doanh thay vì chỉ là một kênh đầu cơ trong nền kinh tế. Ngoài ra, theo Nguyễn Sơn (2010), sự ra đời của Luật Chứng khoán được Quốc hội ban hành ngày 29/6/2006 và có hiệu lực thi hành kể từ ngày 01/01/2007, đã tạo lập được khuôn khổ pháp lý cao, đồng bộ và thống nhất cho hoạt động của TTCK, phù hợp hơn với luật pháp, thông lệ quốc tế, tạo nền tảng cho TTCK

Việt Nam khả năng hội nhập với các thị trường vốn quốc tế và khu vực; tăng cường tính công khai minh bạch cho thị trường và nâng cao khả năng quản lý giám sát thị trường của cơ quan quản lý nhà nước, góp phần tăng cường hiệu quả của TTCK đến nền kinh tế Việt Nam.

Cuối cùng, khi chính sách tiền tệ nới lỏng dẫn đến cung tiền M2 tăng lên, lượng vốn tín dụng của các ngân hàng thương mại cấp cho nền kinh tế cũng được mở rộng, góp phần thúc đẩy các hoạt động đầu tư và cuối cùng tăng trưởng GDP cũng tăng lên. Từ mô hình chỉ ra rằng chính sách tiền tệ có vai trò hết sức quan trọng đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam. Cụ thể, khi cung tiền M2 tăng 1% sẽ dẫn tới tăng trưởng GDP là 0.276%. Điều này thể hiện, thị trường tiền tệ - ngân hàng thương mại có vai trò lớn hơn TTCK, kết quả này hoàn toàn phù hợp với thực tế nước ta. Theo Trần Quang Tuyến (2008), vai trò của hệ thống ngân hàng thương mại nước ta có vai trò hết sức quan trọng đối với sự phát triển của khu vực tư nhân, bởi vì tại các nước đang phát triển nói chung như

Việt Nam thì hệ thống tài chính phần lớn dựa vào hệ thống ngân hàng do TTCK ở các nước này đang mới phát triển ở trình độ rất thấp, do đó ngân hàng là khu vực chính cung cấp vốn cho nền kinh tế. Thực tế ở nền kinh tế Việt Nam cho thấy, số lượng các doanh nghiệp nhỏ và vừa chiếm tỷ lệ rất cao, nhưng những doanh nghiệp này thường sẽ khó có thể niêm yết trên sàn chứng khoán để huy động vốn cho sản xuất kinh doanh do chưa đáp ứng được các tiêu chuẩn để niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán như: yêu cầu về chuẩn mực báo cáo tài chính, quản trị doanh nghiệp, vốn hóa thị trường của công ty, tài sản...

#### 4. Kết luận và kiến nghị

Nghiên cứu đã sử dụng mô hình hồi quy đa biến để đánh giá vai trò của sự phát triển của TTCK Việt Nam và kết quả chỉ ra rằng, TTCK thực sự là kênh huy động vốn nhàn rỗi trong nền kinh tế cho hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết, từ đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Trong nghiên cứu, cũng chỉ ra rằng, TTCK Việt Nam từ năm 2007 trở lại đây dường như đóng vai trò hiệu quả hơn trong thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Cuối cùng, so với TTCK thì thị trường tiền tệ - ngân hàng thương mại dường như đóng vai trò hiệu quả hơn trong thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Một số kiến nghị về chính sách tác giả rút ra cho nghiên cứu là:

*Thứ nhất*, cần sớm ban hành thông tư hướng dẫn Nghị định 60/2015/NĐ-CP liên quan đến quy định về sở hữu nước ngoài đối với công ty đại chúng, quy định về sở hữu nước ngoài đối với Công ty chứng khoán/Quản lý quỹ; quy định về chào bán riêng lẻ nhằm thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài lớn hơn vào TTCK Việt Nam. Điều này có thể thúc đẩy thanh khoản của TTCK, vốn hóa thị trường cao

hơn, từ đó, các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán có thể sẽ huy động được lượng vốn lớn hơn qua TTCK cho các hoạt động đầu tư, sản xuất kinh doanh. Ngoài ra, Nghị định 60/2015/NĐ-CP sẽ tác động gián tiếp đẩy nhanh tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, vì lúc này TTCK sẽ khởi sắc hơn, hoạt động đấu giá cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước được thực hiện qua Sở giao dịch chứng khoán dễ dàng hơn.

*Thứ hai*, theo Takatoshi Ito (2002), quá trình công nghiệp hóa của các quốc gia trên thế giới cần phải có một lượng đầu tư rất lớn. Thông thường, nguồn vốn dành cho đầu tư thường có từ ba nguồn: tiết kiệm trong nước, đầu tư trực tiếp nước ngoài và các luồng vốn đầu tư gián tiếp chảy vào bao gồm cổ phiếu, trái phiếu. Tuy nhiên, các luồng vốn đầu tư gián tiếp nếu không được quốc gia đó điều tiết hợp lý có thể sẽ làm tăng nguy cơ tổn thương tài chính dẫn tới bất ổn kinh tế vĩ mô. Vì vậy, thực tế ở Việt Nam hiện nay là cần tiếp tục tái cấu trúc TTCK nhằm thu hút đầu tư gián tiếp từ nước ngoài phục vụ cho tiến trình công nghiệp hóa, hiện đại hóa ở nước ta. Tuy nhiên, cần ban hành thêm một số chính sách mới nhằm giảm thiểu sự biến động quá mạnh của TTCK ảnh hưởng đến nền kinh tế vĩ mô nói chung.

*Thứ ba*, thị trường tiền tệ ngân hàng của nước ta hiện nay đóng vai trò hết sức quan trọng việc cung cấp các khoản tín dụng cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Tuy nhiên, cơ cấu các khoản tiền gửi trong hệ thống ngân hàng thương mại nước ta hiện nay chủ yếu là các khoản tiền gửi ngắn hạn, do đó, nếu đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp trong nền kinh tế được tài trợ chủ yếu qua hệ thống ngân hàng thương mại sẽ dẫn đến sự bất cập trong kỳ hạn thanh toán. Vì vậy, cần có chính sách phát

triển trái phiếu doanh nghiệp dài hạn để tài trợ cho các khoản đầu tư dài hạn trong nền kinh tế vì thực tế hiện nay, quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp nước ta còn quá bé so với GDP cũng như trong cơ cấu thị trường trái phiếu Việt Nam khi năm 2013, chỉ chiếm 0,15% GDP và 0,87% tổng quy mô thị trường trái phiếu. ■

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Nguyễn Sơn (2010). 10 năm hoạt động TTCK Việt Nam và định hướng chiến lược giai đoạn 2010 - 2020. Ủy ban chứng khoán Nhà nước.
2. Trần Nguyễn (2015), TTCK góp phần quan trọng thúc đẩy cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, Đặc san 15 năm TTCK.
3. Trần Quang Tuyền (2009). Tín dụng ngân hàng cho khu vực kinh tế tư nhân ở các nước đang phát triển. Tạp chí Khoa học ĐHQGHN, số 25/2009, tr.9-16.
4. Barry Bosworth (1975). The Stock Market and the Economy. Brookings Papers on Economic Activity, pp.257-300.
5. Tobias and Danson (2011). Stock market performance and economic growth empirical evidence from Kenya using causality test approach. Advances in Management & Applied Economics, Vol.1, No.3, pp 153-196.
6. Nguyễn Hương Giang (2011). Vai trò của TTCK trong nền kinh tế thị trường.
7. Trần Quốc Tuấn (2010). TTCK Việt Nam 10 năm nhìn lại. Tạp chí Công nghệ Ngân hàng, tr.17-22.
8. Hamid and Sumit (2013). Stock market development and economic growth: evidence from developing countries. University of Wisconsin - Milwaukee.
9. Guglielmo Maria Caporale, Peter G. A Howells, and Alaa M. Soliman (2004). Stock market development and economic Growth: the causal linkage. Journal of economic development, volume 29, pp 33-49.
10. Ake Boubakari (2010). The role of stock market development in economic growth: evidence from some Euronext countries. International Journal of financial Research, Vol.1, No.1.
11. Randall K. Filer, Jan Hanousek and Nauro F.campos (1999). Do stock market promote economic growth. Working paper, Number.267.
12. Takatoshi Ito (2002). Tăng trưởng, khủng hoảng và tương lai phục hồi kinh tế ở Đông Á. Ngân hàng thế giới.