

BỘ KẾ HOẠCH VÀ ĐẦU TƯ

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

VIỆN NGHIÊN CỨU QUẢN LÝ KINH TẾ TRUNG ƯƠNG

NGUYỄN HOÀNG TÙNG

**TÁC ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG VỐN ĐẾN QUYẾT ĐỊNH
ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM
YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM TRONG BỐI
CẢNH HẠN CHẾ TÀI CHÍNH**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Hà Nội - Năm 2021

BỘ KẾ HOẠCH VÀ ĐẦU TƯ

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

VIỆN NGHIÊN CỨU QUẢN LÝ KINH TẾ TRUNG ƯƠNG

NGUYỄN HOÀNG TÙNG

**TÁC ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG VỐN ĐẾN QUYẾT ĐỊNH
ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM
YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM TRONG BỐI
CẢNH HẠN CHẾ TÀI CHÍNH**

Ngành: Kinh tế phát triển

Mã số: 9 31 01 05

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:

1: PGS. TS. Trần Công Sách

2: TS. Đặng Quang Vinh

Hà Nội - Năm 2021

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu của cá nhân tôi. Ngoài những thông tin liên quan đến nghiên cứu đã được trích dẫn nguồn, toàn bộ kết quả trình bày trong Luận án được rút ra từ việc phân tích nguồn dữ liệu thu được do tác giả Luận án thực hiện. Tất cả các dữ liệu được sử dụng trong Luận án là trung thực và nội dung Luận án chưa từng được công bố trong bất cứ công trình nghiên cứu nào của tác giả khác.

Tác giả

Nguyễn Hoàng Tùng

MỤC LỤC

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG VIỆT.....	vi
DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG ANH.....	viii
DANH MỤC BẢNG SỐ LIỆU.....	xi
DANH MỤC SƠ ĐỒ, BIỂU ĐỒ	xv
MỞ ĐẦU	1
CHƯƠNG 1 TỔNG QUAN CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU ĐÃ CÔNG BỐ VÀ PHƯƠNG HƯỚNG NGHIÊN CỨU CỦA LUẬN ÁN.....	5
1.1. Tổng quan các công trình nghiên cứu đã công bố về tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trên sàn chứng khoán	5
1.1.1. Tổng quan các công trình nghiên cứu đã công bố ở nước ngoài liên quan đến đầu tư của doanh nghiệp và tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp trong bối cảnh hạn chế tài chính.....	5
1.1.2. Các công trình nghiên cứu đã công bố ở trong nước về tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trong bối cảnh hạn chế tài chính.....	19
1.1.3. Những vấn đề thuộc đề tài Luận án chưa được các công trình đã công bố nghiên cứu giải quyết (khoảng trống nghiên cứu)	22
1.1.4. Những vấn đề Luận án sẽ tập trung nghiên cứu giải quyết.....	23
1.2. Phương hướng nghiên cứu của Luận án.....	24
1.2.1. Mục tiêu nghiên cứu của đề tài Luận án	24
1.2.2. Đối tượng và giới hạn phạm vi nghiên cứu đề tài Luận án.....	25
1.2.3. Cách tiếp cận và phương pháp nghiên cứu đề tài Luận án	26

CHƯƠNG 2 CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ MÔ HÌNH ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG VỐN ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN TRONG BỐI CẢNH HẠN CHẾ TÀI CHÍNH	31
2.1. Thị trường vốn và sự tham gia của các doanh nghiệp phi tài chính.....	31
2.1.1. Thị trường vốn và các công cụ trên thị trường vốn	31
2.1.2. Doanh nghiệp phi tài chính và sự tham gia thị trường vốn.....	38
2.2. Đầu tư của doanh nghiệp và tác động của hạn chế tài chính đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết.....	40
2.2.1. Đầu tư và quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính.....	40
2.2.2. Hạn chế tài chính và các yếu tố gây ra hạn chế tài chính của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết	44
2.3. Cơ sở lý thuyết về tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trong bối cảnh hạn chế tài chính...	51
2.3.1. Các quan điểm lý thuyết về tác động của chi phí vốn đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp và phương pháp tính	51
2.3.2. Cơ chế tác động, các kênh tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết	55
2.4. Mô hình phân tích, đánh giá định lượng tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trong bối cảnh hạn chế tài chính.....	58
2.4.1. Lựa chọn mô hình	58
2.4.2. Giải thích biến và đặt giả thuyết nghiên cứu	61

2.4.3. Phương pháp sử dụng mô hình vào việc phân tích, đánh giá tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trong bối cảnh hạn chế tài chính.....	65
--	----

CHƯƠNG 3 THỰC TRẠNG TÁC ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG VỐN ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....70

3.1. Khái quát thực trạng phát triển thị trường vốn Việt Nam và sự tham gia của các doanh nghiệp phi tài chính70

3.1.1. Khái quát các giai đoạn hình thành và phát triển thị trường vốn Việt Nam70

3.1.2. Thực trạng phát triển các cấu phần của thị trường vốn Việt Nam và sự tham gia của các doanh nghiệp75

3.2. Phân tích thực trạng tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh hạn chế tài chính86

3.2.1. Phân tích thực trạng tác động của lãi suất trên thị trường vốn đến chi phí sử dụng vốn của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam86

3.2.2. Kết quả sử dụng mô hình định lượng đánh giá thực trạng tác động của thị trường vốn qua kênh chi phí vốn và kênh dòng tiền đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết90

3.3. Tổng hợp đánh giá thực trạng phát triển thị trường vốn Việt Nam và tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết.....98

3.3.1. Tổng hợp những phát hiện mới từ kết quả đánh giá định lượng tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết	98
3.3.2. Tổng hợp đánh giá định tính thực trạng phát triển thị trường vốn Việt Nam ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết	103
CHƯƠNG 4 ĐỊNH HƯỚNG VÀ GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG VỐN NHẪM GIẢM THIỂU HẠN CHẾ TÀI CHÍNH, KÍCH THÍCH QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM THỜI KỲ ĐẾN NĂM 2030	112
4.1. Bối cảnh và triển vọng phát triển thị trường vốn Việt Nam thời kỳ đến năm 2030	112
4.1.1. Bối cảnh và các yếu tố ảnh hưởng đến hạn chế tài chính của thị trường vốn Việt Nam thời kỳ đến năm 2030	112
4.1.2. Triển vọng phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2030	117
4.2. Quan điểm và định hướng phát triển thị trường vốn nhằm giảm thiểu hạn chế tài chính, kích thích quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam thời kỳ đến năm 2030	119
4.2.1. Quan điểm phát triển thị trường vốn Việt Nam thời kỳ đến năm 2030 ...	119
4.2.2. Những định hướng lớn về phát triển thị trường vốn Việt Nam thời kỳ đến năm 2030	122
4.3. Các giải pháp phát triển thị trường vốn Việt Nam nhằm giảm thiểu hạn chế, kích thích quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết	129

4.3.1. Giải pháp nhằm giảm chi phí vốn trung bình của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết	129
4.3.2. Giải pháp thúc đẩy và điều tiết thị trường vốn nhằm giảm thiểu hạn chế tài chính và kích thích quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết	131
4.3.3. Giải pháp hoàn thiện thể chế cho sự vận hành đồng bộ, đầy đủ của thị trường vốn Việt Nam	138
4.3.4. Phát triển các sản phẩm mới trên thị trường vốn, đẩy mạnh công tác nghiên cứu và triển khai, tăng cường hoạt động công bố thông tin về thị trường vốn..	140
4.3.5. Hoàn thiện khung pháp lý và chính sách đầu tư gián tiếp nước ngoài trên thị trường vốn Việt Nam	142
KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO.....	143
DANH MỤC CÔNG TRÌNH CÔNG BỐ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU LUẬN ÁN CỦA TÁC GIẢ	164
TÀI LIỆU THAM KHẢO	147
PHỤ LỤC	165

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG VIỆT

Từ viết tắt	Cụm từ viết đầy đủ tiếng Việt
BTC	Bộ tài chính
CPH	Cổ phần hóa
CPV	Chi phí vốn
CQĐP	Chính quyền địa phương
CSH	Chủ sở hữu
CSTT	Chính sách tiền tệ
DN	DN
DNN&V	DN nhỏ và vừa
DNNN	DN nhà nước
DNPTC	DN phi tài chính
DNTN	DN tư nhân
ĐT	ĐT
DTNN	ĐT nước ngoài
HCTC	HCTC
HNKTQT	Hội nhập kinh tế quốc tế
LS	LS
LSTT	LS thị trường
NHTM	Ngân hàng thương mại
NSNN	Ngân sách nhà nước
SXKD	Sản xuất kinh doanh
TCTD	Tổ chức tín dụng
TNHH	Trách nhiệm hữu hạn

TPCP	Trái phiếu chính phủ
TPCQĐP	Thái phiếu chính quyền địa phương
TPDN	Trái phiếu DN
TTCK	Thị trường chứng khoán
TTCP	Thị trường cổ phiếu
TTTC	Thị trường tài chính
TTTP	Thị trường trái phiếu
TTV	TTV
TTVCSH	TTV chủ sở hữu
VCSH	Vốn chủ sở hữu

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG ANH

Từ viết tắt	Cụm từ viết đầy đủ tiếng Anh	Cụm từ viết đầy đủ tiếng Việt
AI	Asymmetric information	Thông tin bất cân xứng
ARDL	AutoRegressive Distributed Lag	Mô hình phân phối trễ
BOJ	Bank of Japan	Ngân hàng trung ương Nhật Bản
CAPM	Capital Asset Pricing Model	Mô hình xác định giá trị của tài sản vốn
CPTPP	Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership	Hiệp định Đối tác Tiến bộ và Toàn diện xuyên Thái Bình Dương
ECB	European Central Bank	Ngân hàng trung ương Châu Âu
ECM	Error Correction Model	Mô hình hiệu chỉnh sai số
EVFTA	EU-Vietnam Free Trade Agreement	Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam – EU
Fed	Federal Reserve System	Cục dự trữ liên bang Hoa Kỳ
FTA	Free trade agreement	Hiệp định thương mại tự do
GDP	Gross Domestic Product	Tổng sản phẩm quốc nội
GSO	General Statistics Office of Vietnam	Tổng cục Thống kê
IMF	International Monetary Fund	Quỹ Tiền tệ quốc tế
M&M	Modigliani và Miller	
OECD	The Organisation for Economic Co-operation and Development	Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế

SSC	State Securities Commission	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
VASB	Vietnam Association of Securities Business	Hiệp hội Chứng khoán Việt Nam
VBSP	Vietnam Bank for Social Policies	Ngân hàng Chính sách xã hội Việt Nam
VDB	Vietnam Development Bank	Ngân hàng Phát triển Việt Nam
WACC	Weighted Average Cost of Capital	Chi phí vốn bình quân theo trọng số
OTC (OTC market)	Over-the-counter market	Thị trường chứng khoán không niêm yết
AFTA	ASEAN Free Trade Area	Khu vực Mậu dịch Tự do ASEAN
AKFTA	ASEAN-Korea Free Trade Area	Khu vực Mậu dịch Tự do ASEAN-Hàn Quốc
AJFTA	ASEAN-Japan Free Trade Area	Hiệp định thương mại ASEAN - Nhật Bản
AIFTA	ASEAN-India Free Trade Area	Hiệp định Thương mại tự do ASEAN-Ấn Độ
AANZFTA	ASEAN Australia New Zealand Free Trade Area	Khu vực thương mại tự do ASEAN-Úc và New Zealand
ACFFTA	ASEAN-China Free Trade Area	Khu vực mậu dịch tự do ASEAN - Trung Quốc
AFP	Association for Financial professionals	Hiệp hội các Chuyên gia tài chính
EU	European Union	Liên minh châu Âu
FPI	Foreign Portfolio Investment	Đầu tư gián tiếp nước ngoài

FDI	Foreign Direct Investment	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
HASTC	Hanoi Securities Trading Center	Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội
HNX	Hanoi Stock Exchange	Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội
HoSTC	Hochiminh Securities Trading Center	Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh
HOSE	Hochiminh Stock Exchange	Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh
SME	Small to medium-sized enterprises	Xí nghiệp/doanh nghiệp quy mô nhỏ đến trung bình
ROA	Return on assets	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản
ROE	Return on equity	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu
UPCoM market	Unlisted Public Company Market	Thị trường đăng ký giao dịch của các công ty đại chúng chưa niêm yết

DANH MỤC BẢNG SỐ LIỆU

Bảng 3.1: Độ trễ tối ưu trong mô hình nghiên cứu	91
Bảng 3.2: Ước lượng các hệ số dài hạn của mô hình ARDL	92
Bảng 3.3: Thay đổi trong đầu tư (%) sau khi biến doanh thu tăng 1% tại thời điểm t.....	93
Bảng 3.5: Thay đổi trong đầu tư (%) sau khi biến CPV tăng 1% tại thời điểm t	94
Bảng 3.6: Thay đổi trong đầu tư (%) sau khi biến dòng tiền tăng 1% tại thời điểm t.....	94
Bảng 3.7: Thay đổi trong đầu tư (%) sau khi lãi suất tăng thêm 1% tại thời điểm t	96
Bảng 3.8: Ảnh hưởng của sở hữu nhà nước đến đầu tư của doanh nghiệp	97
Bảng 3.9: Ảnh hưởng của quy mô doanh nghiệp đến đầu tư của doanh nghiệp .	98

DANH MỤC SƠ ĐỒ, BIỂU ĐỒ

Sơ đồ 1.1: Quy trình nghiên cứu đề tài Luận án	30
Biểu đồ 3.1: Chi phí vốn trung bình của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết giai đoạn 2007-2020.....	87
Biểu đồ 3.2: Chi phí vốn trung bình của các doanh nghiệp lớn và doanh nghiệp nhỏ và vừa giai đoạn 2007-2020	88
Biểu đồ 3.3: Chi phí vốn trung bình của các doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân giai đoạn 2007-2020.....	89

MỞ ĐẦU

1. Lý do nghiên cứu đề tài Luận án

Vốn là điều kiện tiên quyết cho các quyết định đầu tư (ĐT) của doanh nghiệp (DN). Đầu tư là một nguồn gốc của tăng trưởng và phát triển kinh tế. Phát triển thị trường vốn (TTV) đáp ứng nhu cầu cho hoạt động đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh (SXKD) của doanh nghiệp là một yếu tố quan trọng thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội. Hoạt động đầu tư là hoạt động kinh tế diễn ra sau khi có quyết định đầu tư của chủ đầu tư. Quyết định ĐT của DN phụ thuộc trước hết vào năng lực tài chính của DN, mà năng lực tài chính của DN lại phụ thuộc vào các yếu tố chính là chi phí vốn (CPV) và dòng tiền của DN. Để thực hiện các dự án ĐT, các doanh nghiệp phi tài chính (DNPTC) có thể tiếp cận nguồn vốn thông qua việc tái đầu tư lợi nhuận, tham gia niêm yết trên thị trường vốn để phát hành cổ phiếu, trái phiếu hoặc vay tiền. Nếu thị trường vốn (TTV) hoạt động hiệu quả, các DNPTC điều chỉnh vốn chủ sở hữu (VCSH) và vốn vay để có sự bù trừ rủi ro tốt nhất. Các DNPTC bị hạn chế tài chính (HCTC) phải đối mặt với sự khác biệt về chi phí giữa việc huy động vốn từ bên trong và bên ngoài. Trên TTV, giá của vốn được xác định bởi quy luật cung-cầu. Đối với bên cầu thì đó là CPV, còn đối với bên cung thì đó là lợi nhuận kỳ vọng. Chi phí vốn là yếu tố rất quan trọng tác động đến năng lực tài chính và quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán (dưới đây gọi tắt là DNPTC đã niêm yết), nhất là các doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNN&V) thường là các DN bị HCTC.

Thị trường vốn Việt Nam mà trọng tâm là thị trường chứng khoán (TTCK) mới hình thành và phát triển sau giai đoạn 2000. Đến nay, thị trường vốn Việt Nam đã được xây dựng đồng bộ các cấu phần chủ yếu: thị trường vốn tín dụng trung, dài hạn; thị trường chứng khoán; thị trường chứng khoán phái sinh, được thành lập từ năm 2017 và thị trường vốn đầu tư mạo hiểm (hoạt động từ năm 2017). Tuy đã có bước tăng trưởng nhanh nhưng quy mô TTV Việt Nam còn nhỏ, phát

triển chưa ổn định, thể chế TTV chưa hoàn thiện, chưa có sự phát triển cân bằng giữa TTCK với thị trường tín dụng trung, dài hạn; giữa thị trường trái phiếu (TTTP) và thị trường cổ phiếu (TTCP), việc phân bổ vốn theo ngành và theo thành phần kinh tế còn chậm thay đổi... Cụ thể, tổng tài sản của hệ thống ngân hàng đạt khoảng 63,6% quy mô của thị trường tài chính Việt Nam. Trong khi đó, vốn hóa TTCP và TTTP chỉ chiếm 29,54% và 6,01%. Như vậy việc phân bổ nguồn vốn vẫn phụ thuộc nhiều vào hệ thống ngân hàng. Bên cạnh đó, gần 40% cơ cấu phát hành TPDN là dành cho kinh doanh bất động sản. Trong bối cảnh thị trường vốn ở Việt Nam vẫn còn đang xây dựng và bước đầu phát triển như nêu trên, khó có thể tránh khỏi việc tồn tại các hạn chế tài chính, khiến cho DN gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn từ bên ngoài để chi cho các khoản ĐT, tạo ra các hệ lụy như DN có thể tăng cường hoạt động nắm giữ tiền mặt, thay vì đầu tư. Tuy vậy, đến nay chưa có các nghiên cứu đánh giá định tính và định lượng tác động của TTV đến quyết định đầu tư của DNPTC đã niêm yết trong bối cảnh hạn chế tài chính. Để có các luận cứ khoa học cho đề xuất định hướng, giải pháp phát triển nhanh, cân bằng, hiệu quả, an toàn và bền vững TTV nhằm khắc phục các HCTC, kích thích đầu tư của các DNPTC đã niêm yết trong. Vì vậy, việc thực hiện nghiên cứu đề tài Luận án: ***“Tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh hạn chế tài chính”*** là cần thiết, có ý nghĩa cả về lý luận và thực tiễn.

2. Mục đích và ý nghĩa của nghiên cứu đề tài Luận án

Mục đích nghiên cứu đề tài để tìm kiếm các bằng chứng thực tiễn và cung cấp các luận cứ khoa học về tác động của TTV đến các HCTC và QDDT của DNPTC đã niêm yết thông qua các yếu tố chi phí vốn và dòng tiền của DN. Qua đó làm cơ sở tham khảo cho các nhà quản lý kinh tế vĩ mô trong hoạch định chính sách và giải pháp phát triển TTV Việt Nam lành mạnh, an toàn, đảm bảo nguyên tắc thị trường, trở thành kênh huy động và phân bổ hiệu quả các nguồn vốn cho

DNĐT phát triển SXKD, giảm thiểu các HCTC của thị trường và DNPTC đã niêm yết. Đặc biệt là trong bối cảnh nền kinh tế đang bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19, các DN đang cần được nhà nước hỗ trợ thông qua các chính sách trên thị trường vốn để có thể nhanh chóng trở lại SXKD như cũ. Đồng thời, việc nghiên cứu đề tài Luận án cũng để giúp ích cho các DNPTC đã niêm yết nâng cao năng lực dự báo các tác động từ các chính sách phát triển TTV của Nhà nước để lựa chọn quyết định ĐT đúng đắn, phù hợp với tình hình tài chính của DN. Mục đích cuối cùng của nghiên cứu này là nhằm góp phần khắc phục tình trạng HCTC và thúc đẩy ĐT phát triển SXKD của các DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

Ý nghĩa lý luận của nghiên cứu đề tài Luận án là lựa chọn khung lý thuyết phù hợp và vận dụng mô hình phân tích đánh giá định lượng để đo lường mức độ tác động của TTV đến quyết định ĐT của các DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh HCTC; qua đó, cung cấp cho các nhà nghiên cứu, giảng viên một tài liệu tham khảo phục vụ công tác nghiên cứu và giảng dạy đại học trong lĩnh vực ngành kinh tế phát triển.

Ý nghĩa thực tiễn của nghiên cứu đề tài Luận án là thông qua việc cung cấp cho các nhà hoạch định chính sách các bằng chứng khoa học về những hạn chế, sai lệch của TTV Việt Nam và mức độ tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết cùng các giải pháp khắc phục, Luận án sẽ góp phần thuyết phục các cơ quan quản lý nhà nước trong việc điều chỉnh các chính sách và giải pháp phát triển TTV nhằm hỗ trợ nâng cao năng lực tài chính và kích thích ĐT của các DNPTC đã niêm yết ở Việt Nam, thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế theo các mục tiêu mà Đảng, Nhà nước đã xác định trong từng giai đoạn.

3. Kết cấu của Luận án

Ngoài phần mở đầu, kết luận và kiến nghị, danh mục các công trình đã công bố kết quả nghiên cứu của Luận án, danh mục tài liệu tham khảo và phụ lục, nội dung của Luận án được kết cấu thành 4 chương, gồm:

Chương 1: Tổng quan các công trình nghiên cứu đã công bố và phương hướng nghiên cứu của Luận án.

Chương 2: Cơ sở lý luận và mô hình đánh giá tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trên sàn chứng khoán trong bối cảnh hạn chế tài chính.

Chương 3: Thực trạng tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

Chương 4: Định hướng và giải pháp phát triển thị trường vốn nhằm giảm thiểu hạn chế tài chính, kích thích quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam thời kỳ đến năm 2030.

CHƯƠNG 1 :

TỔNG QUAN CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU ĐÃ CÔNG BỐ VÀ PHƯƠNG HƯỚNG NGHIÊN CỨU CỦA LUẬN ÁN

1.1. TỔNG QUAN CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU ĐÃ CÔNG BỐ VỀ TÁC ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG VỐN ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOẢN

1.1.1. Tổng quan các công trình nghiên cứu đã công bố ở nước ngoài liên quan đến đầu tư của doanh nghiệp và tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp trong bối cảnh hạn chế tài chính

1.1.1.1. Các công trình nghiên cứu lý thuyết liên quan đến đầu tư của doanh nghiệp

Chủ nghĩa tự do cổ điển với nền tảng khoa học kinh tế do Adam Smith sáng lập đã nhìn nhận nền kinh tế thị trường như là một chế độ kinh tế mang tính chất tự nhiên, trong đó có “bàn tay vô hình của thị trường” bảo đảm rằng hoạt động của từng người được khích lệ bởi lợi ích bản thân đồng thời sẽ phục vụ cho sự thịnh vượng chung. Lý luận về tư bản của Adam Smith (nêu ra trong tác phẩm nổi tiếng “Sự giàu có của các quốc gia”, xuất bản năm 1776), cho rằng tích lũy tư bản hay vốn ĐT là nhân tố then chốt nhất, quyết định sản xuất ra của cải vật chất.

Cho đến năm 1936, John Maynard Keynes trong nghiên cứu “The General Theory of Employment, Interest, and Money” (Lý thuyết chung về việc làm, LS và tiền), đã chỉ ra nhiều điểm mới về vấn đề ĐT của DN. Keynes cũng giả định thị trường có một mức độ cạnh tranh nhất định. Mặc dù mỗi DN được giả định sẽ đặt mức giá của sản phẩm của mình tại mức giá bằng chi phí cận biên và mục tiêu của việc ĐT là tối đa hóa giá trị DN, nhưng cũng giả định rằng việc ĐT sẽ còn phụ

thuộc vào những quy ước nhất định trong cấu thành xã hội như truyền thống, thói quen, phong tục... Tức là trong điều kiện bình thường, các nhà quản lý sẽ dự báo các khoản ĐT dựa trên các giả định: tương lai sẽ xảy ra như quá khứ trong cùng một hoàn cảnh; một tập hợp các ý kiến được xem là hợp lý hay là có tính khoa học. Ông cũng chỉ ra rằng mục đích ĐT của CSH và nhà quản lý DN là khác nhau. Trong khi chủ ĐT muốn tối đa hóa giá trị DN thì nhà quản lý phải cân bằng được nhiều yếu tố như gia tăng giá trị DN, rủi ro của các dự án ĐT, khả năng mất việc làm... Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng lần đầu tiên đề cập đến những rủi ro trong DN, điều làm nên sự khác biệt giữa hiệu quả của chi phí cận biên và tỷ lệ ĐT. Chi phí cận biên được cho là phải lớn hơn LS để bù đắp các rủi ro cho cả người đi vay và người cho vay. Người đi vay thì kỳ vọng là LS sẽ thấp hơn để bù đắp vào rủi ro thua lỗ, thanh khoản hay không đạt được các kỳ vọng như mong muốn. Trong khi đó thì người cho vay đòi hỏi một khoản phí bảo hiểm để đảm bảo việc bị phá sản hoặc các rủi ro thanh khoản tài sản. Điều này đã làm chi phí LS của bên cần vay chưa chắc đã bằng với yêu cầu của bên cho vay. Trong nghiên cứu này, Keynes không coi trọng sự khác biệt giữa tài sản vốn và vốn CSH, hay là sự khác biệt giữa người quản lý và nhà ĐT. Nghiên cứu của ông được tiến hành trên giả định là tài sản của DN được đại diện bởi cổ phiếu và tài sản lẫn cổ phiếu có thể thay thế cho nhau. Điều này có nghĩa là CPV được coi là một cấu trúc tài chính riêng biệt. Các nghiên cứu về sau này mới bổ sung thêm các khái niệm “nguy cơ đạo đức”; “vấn đề về người đại diện”; hay “thông tin bất đối xứng” mới được đề cập và được chứng minh là có ảnh hưởng đến chi phí vốn. Về sau, mối quan hệ giữa ĐT và tài chính được nghiên cứu chủ yếu dựa trên nghiên cứu trước đó của Keynes. Cho đến khi có sự phát triển tiếp theo, được biết đến như lý thuyết M&M.

Modigliani và Miller (1958) trong nghiên cứu “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment” (Chi phí vốn, tài chính DN và lý thuyết ĐT), (được bổ sung vào năm 1961 về chính sách cổ tức và vào năm 1963

về điều chỉnh thuế), cho rằng CPV cho một tổ chức là độc lập với cấu trúc tài chính. Định lý này đã được ngầm định trong nghiên cứu của Keynes (1936) khi không có sự phân biệt giữa tài sản và cổ phần, người quản lý và nhà ĐT. Sau Keynes, các nhà kinh tế thường giả định rằng các DN khi phải đối mặt với CPV tăng cao sẽ ưu tiên sử dụng dòng tiền nội bộ, rồi nợ và phát hành cổ phiếu. Modigliani và Miller giả định rằng TTTC là hoàn hảo khi mà nợ và cổ phiếu có thể thay thế cho nhau mà không có bất cứ chi phí tăng thêm nào. Giá trị của một công ty dựa trên giá trị hiện tại của các luồng tiền trong tương lai và được tạo ra thông qua việc thực hiện các khoản ĐT có giá trị hiện tại dương. Một DN trên thị trường sẽ vì lợi ích tốt nhất của cổ đông tại thời điểm nhất định sẽ chỉ khai thác cơ hội ĐT nếu như tỷ lệ hoàn vốn ĐT lớn bằng hoặc hơn chi phí sử dụng vốn của DN. Nhưng các khoản ĐT của một công ty chỉ được thúc đẩy bởi lợi nhuận mong đợi trong tương lai và không bị ảnh hưởng bởi nguồn huy động vốn từ trong hay ngoài DN, do hai nguồn vốn này có thể thay thế hoàn hảo cho nhau và có cùng một chi phí. Ảnh hưởng duy nhất khiến cho chi phí LS của nợ thấp là do được khấu trừ thuế. Tuy nhiên, ngày càng có nhiều nghiên cứu chứng minh TTV là không hoàn hảo do sự có mặt của các dị thường của TTTC. Hiện nay, hầu hết các nhà nghiên cứu đều đồng ý là CPV huy động từ vay nợ và thị trường chứng khoán là khác nhau.

Crotty (1992) đã viết một bài nghiên cứu các học thuyết về ĐT của DN, tổng hợp lại các quan điểm khi nghiên cứu về ĐT của DN. Nghiên cứu này chủ yếu làm sáng tỏ: Mục đích của việc ĐT là gì? Mục đích của những người liên quan trực tiếp hay gián tiếp đến các dự án ĐT. Trong bài viết này, Crotty đã phê phán giả định quan trọng nhất của thuyết tân cổ điển (DN luôn tối đa hóa giá trị của mình) do chưa đề cập đến sự phân chia quyền sở hữu và quản lý trong các DN hiện đại. Crotty đặc biệt chú trọng đến mối quan hệ giữa CSH và nhà quản lý DN vì mục đích của họ trong các dự án ĐT. Ông cũng đề ra giải pháp để xây dựng giả thuyết mới khi nghiên cứu về ĐT: các dự án đều phải cân bằng giữa việc tối đa

hóa giá trị DN và sự an toàn về tài chính. Như thế, có thể thấy, các nghiên cứu gần đây đã thừa nhận là ngoài tác động của TTV (thông qua CPV của DN) thì còn các yếu tố khác có thể làm hạn chế sự ĐT của DN.

1.1.1.2. Các nghiên cứu về thị trường vốn, chi phí vốn và quyết định đầu tư của doanh nghiệp

Theo lập luận của Modigliani và Miller thì trong một TTV hoàn hảo, các quyết định ĐT của DN không bị ảnh hưởng bởi các quyết định tài chính của DN. Yếu tố duy nhất có thể ảnh hưởng tới ĐT của DN là LS trên thị trường thông qua CPV DN. Tuy nhiên, sự khác biệt về chi phí giữa các nguồn huy động vốn là bằng chứng rõ nhất cho việc TTV không hoàn hảo. Các DN phải đối mặt với sự bất đối xứng về thông tin càng phải chịu CPV cao hơn hay là bị HCTC nhiều hơn. Tất cả các giới hạn mà DN gặp phải khi huy động vốn – bao gồm việc phải chịu chi phí cao hơn một nhóm các DN khác, được gọi là sự không hoàn hảo của thị trường. Những hạn chế này thường xuất hiện ở TTV (Schiantarelli, 2006). Có ba lý do cơ bản là: thứ nhất, người cho vay không có thông tin đầy đủ về người vay, về việc liệu họ có khả năng trả nợ hoặc có sẵn sàng trả nợ (Stickney và Wahlen, 2003). Thứ hai, người cho vay cần có sự đảm bảo là người vay cam kết trả các khoản nợ của mình hoặc cần bên thứ ba đảm bảo việc trả nợ. Cuối cùng, do việc trao đổi không diễn ra ngay lập tức nên các bên đều có thể đàm phán lại.

Trên TTCK thì lý thuyết thị trường hoàn hảo được áp dụng để giải thích rằng nếu TTCK hoạt động hiệu quả thì giá của bất kỳ loại chứng khoán trên thị trường cũng luôn phản ánh tức thời và đầy đủ tất cả thông tin có sẵn cho các nhà ĐT tại bất kỳ thời điểm nào. Thay đổi trên giá cổ phiếu là ngẫu nhiên và không thể đoán trước (không có mô hình hoặc xu hướng nào có thể dự đoán giá cổ phiếu) và thông tin từ các biến động trong quá khứ không thể được sử dụng để dự đoán giá trong tương lai. Vì giả thuyết thị trường hiệu quả cho rằng tất cả thông tin (cả công khai và nội bộ) đã được đưa vào giá cổ phiếu, các nhà ĐT không thể ĐT vượt

trội so với thị trường và không thể kiếm được bất kỳ lợi nhuận bất thường nào. Vậy nên nhà ĐT chỉ có thể yêu cầu các khoản lợi nhuận kỳ vọng phù hợp với rủi ro ĐT. Các tài sản hoặc khoản ĐT có rủi ro càng cao càng bị yêu cầu lợi nhuận kỳ vọng lớn. Dựa trên lý thuyết trên thì các DN được cho là có rủi ro cao (Lợi nhuận thấp, tỷ lệ nợ nhiều, quy mô nhỏ...) sẽ bị yêu cầu trả các khoản phí cao để tiếp cận nguồn vốn, do vậy sẽ có CPV cao.

Modigliani và Miller là các tác giả đã đặt nền móng lý thuyết cho nhiều những nghiên cứu tiếp theo về chi phí vốn. Có ba mệnh đề quan trọng trong nghiên cứu này. Đó là: (1) Giá trị thị trường của bất kỳ công ty nào là độc lập với cơ cấu vốn của nó. Các CPV không có gì liên quan đến cấu trúc vốn của bất kỳ công ty nào (2). Tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn của công ty tăng lên thì lợi nhuận trên VCSH của các cổ đông tăng theo đường tuyến tính. Đề xuất (3) cho rằng DN sẽ tiến hành một dự án ĐT nếu lợi nhuận kỳ vọng là lớn hơn chi phí vốn, trong điều kiện không có thuế, chi phí giao dịch, chi phí cho thông tin, hay phá sản (Marchica và Mura, 2007).

Durand (1959) đã chỉ trích các giả định của Modigliani và Miller. Ông đã xác định rằng những giả định đó không mang tính xây dựng trong việc xác định CPV thực tế. Ông nói thêm rằng giả định của Modigliani và Miller là rất khó có thể xảy ra trong điều kiện của nền kinh tế thị trường. Thêm nữa là việc không có thuế và thị trường hoàn hảo tồn tại là hiếm khi xảy ra.

Solomon (1963) cũng không đồng tình với các mệnh đề được phát triển bởi Modigliani và cộng sự (1958) và đề ra một công thức khác để tính toán CPV. Ông đã phát triển khái niệm về CPV theo trung bình trọng số của nợ vào vốn CSH bằng cách phân tích tác động của việc thay đổi đòn bẩy tài chính đối với CPV của DN. Solomon đã áp dụng một cách tiếp cận khác để phân tích những thay đổi trong cơ cấu nợ bằng cách giữ cố định phần vốn CSH. Đây là điểm khác biệt trong nghiên cứu của Solomon so với Modigliani và cộng sự. Tuy nhiên, trong điều kiện giả

định của mình, ông cũng cho thấy rằng tổng chi phí của vốn của một DN vay nợ nhiều sẽ cao hơn so với vốn của một DN ít vay nợ hơn.

Modigliani và Miller đã bổ sung nghiên cứu của họ vào năm 1963. Họ đã tích hợp hiệu ứng thuế vào công thức tính CPV và có được một biện pháp có thể chấp nhận được để tính toán chi phí vốn. Nghiên cứu này đã thừa nhận tác động của thuế đến việc thay đổi CPV. Đến năm 1966, Miller và Modigliani đã thực hiện một nghiên cứu khác để kiểm tra khả năng áp dụng công thức của họ trong nghiên cứu. Họ cho thấy tính hữu dụng thực tế của công thức bằng cách áp dụng khái niệm CPV cho 63 công ty tiện ích và chứng minh rằng công thức của họ là hữu ích trong hoạt động nghiên cứu.

Hiệp hội các chuyên gia tài chính (2011) đã công bố một cuộc khảo sát vào năm 2011 về các lựa chọn thường được thực hiện khi tính toán CPV ở các DN. Hiệp hội đã gửi bản khảo sát 30 câu hỏi cho DN và khách hàng với công việc cấp cao danh hiệu bao gồm: Giám đốc tài chính, Thủ quỹ và Trợ lý Thủ quỹ. Đây có thể là một nguồn để xác định các đại lượng trong công thức tính CPV của DN.

1.1.1.3. Các nghiên cứu chuyên sâu về phân tích, đánh giá ảnh hưởng của thị trường vốn đến quyết định ĐT của DN phi tài chính trong bối cảnh hạn chế tài chính

** Các nghiên cứu về tác động của HCTC đến quyết định ĐT của DN*

Fazzari và cộng sự (1958) trong bài viết “Financing Constraints and Corporate Investment” (HCTC và ĐT DN), đã bắt đầu thực nghiệm kiểm tra ảnh hưởng của những HCTC đối với ĐT của DN. Nhiều kiểm nghiệm hiện nay đang sử dụng và phát triển các giả thuyết cơ bản của Fazzari và cộng sự, trong đó khẳng định rằng ĐT phụ thuộc nhiều vào dòng tiền của DN. Vấn đề về bất đối xứng thông tin gây ra sự gây tăng chi phí cho việc huy động vốn, như đã được đề cập trong tác phẩm của Keynes, đã làm cho DN bị hạn chế các khoản ĐT. Nhưng điều này chủ yếu xảy ra ở các DN đang phát triển bị HCTC chứ ít ảnh hưởng đến các

DN lớn có tiềm lực tài chính. Fazzari và cộng sự cho rằng dòng tiền thực của DN còn quan trọng hơn cả CPV. Mô hình của Fazzari và cộng sự bao gồm các biến tài chính (gồm cả dòng tiền và cổ phiếu) cũng như biến số q và các biến trong thuyết tân cổ điển. Dữ liệu gồm 422 DN sản xuất của Hoa Kỳ trong giai đoạn 1970-1984. Họ chia mẫu thành ba mẫu mới (được dựa trên thu nhập ròng, chứ không phải dòng tiền) để đại diện cho sự HCTC. Kết quả cho thấy có mối quan hệ đáng kể giữa dòng tiền và ĐT ở cả ba nhóm được nghiên cứu. Trong nghiên cứu tỷ lệ chi trả cổ tức, dựa trên mẫu của các DN ở Hoa Kỳ, các DN bị hạn chế mặt tài chính là các DN có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp, cho thấy sự nhạy cảm về dòng tiền ĐT-tiền mặt cao hơn so với các DN có tỷ lệ chi trả cổ tức cao. Đây là một trong những nghiên cứu đầu tiên về HCTC, ngoài CPV ra thì các yếu tố làm ảnh hưởng đến dòng tiền của DN đều có thể ảnh hưởng đến ĐT. Các kết quả nghiên cứu của Fazzari và cộng sự đã được xác nhận bởi một số các nghiên cứu sau này mặc dù tiêu chí xác định HCTC là khác nhau. Fazzari và cộng sự là những người đầu tiên nghiên cứu về tác động của HCTC đến ĐT của DN. Tuy nhiên, cách tiếp cận của họ cũng gặp nhiều bất đồng với các nhà nghiên cứu khác.

Devereux và Schiantarelli (1990) trong nghiên cứu “Investment, Financial Factors, and Cash Flow: Evidence from U.K panel data” (ĐT, yếu tố tài chính và dòng tiền: Bằng chứng từ dữ liệu bảng ở Vương Quốc Anh), đã đưa ra bằng chứng là dòng tiền có mối quan hệ đáng kể với ĐT ở các DN tại Vương Quốc Anh. Tăng nợ cũng được chứng minh là làm giảm ĐT nhưng mà mức độ tác động phụ thuộc vào độ lớn của DN. Chỉ số Tobin’s q chỉ có ý nghĩa trong nghiên cứu cả mẫu, ở các DN nhỏ thì hầu như không có ý nghĩa. Devereux và cộng sự nhận thấy rằng dòng tiền là đại lượng phù hợp hơn so với Chỉ số Tobin’s q khi nghiên cứu về ĐT của DN, mặc dù mức độ tác động sẽ cao hơn ở DN lớn hoặc có tuổi đời thấp.

Hoshi, Kashyap và Scharfstein (1991) đã nghiên cứu khả năng DN có mối quan hệ với ngân hàng có thể không bị HCTC trong bài viết “Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese panel data” (Cấu trúc DN, tính

thanh khoản và ĐT: Bảng chứng từ dữ liệu bảng ở Nhật Bản). Bài viết đã đưa ra một số chứng cứ về vấn đề thông tin trên TTV làm ảnh hưởng đến ĐT của DN. Nghiên cứu đã chia các DN Nhật Bản thành hai nhóm dựa theo mối quan hệ của họ với ngân hàng. Đối với những DN có mối quan hệ chặt chẽ với các ngân hàng lớn tại Nhật Bản thì dòng tiền không có tác động nhiều đến ĐT nhưng chỉ số Tobin's q lại có ý nghĩa lớn. Ngược lại, nhóm những DN không có mối quan hệ chặt chẽ với ngân hàng thì cả dòng tiền và chỉ số Tobin's q đều có ý nghĩa lớn. Điều này cho thấy vấn đề về thông tin có tồn tại ở Nhật Bản.

Kaplan và Zingales (1997) lập luận rằng phân loại dựa trên giả thuyết cho một tình huống cố định là chưa đủ. Tỷ lệ chi trả cổ tức thấp có thể được gây ra không chỉ thông qua những HCTC mà còn do việc phòng ngừa rủi ro trong quản lý. Nghiên cứu của Kaplan và Zingales chứng minh rằng độ nhạy giữa dòng tiền và ĐT tăng lên khi mà HCTC bị giảm đi. Họ cũng đề xuất phương án kiểm nghiệm hạn chế tài chính thông qua tình hình tài chính của DN (với các chỉ số như Tobin's Q , nợ, tăng trưởng doanh thu, tăng trưởng hàng tồn kho, lợi tức, trả lãi vay, lượng tiền mặt, phát hành vốn chủ sở hữu).

Lamont (1997) trong nghiên cứu “Cash flow and Investment: Evidence from internal capital markets” (Dòng tiền và ĐT: Bảng chứng từ TTV nội bộ), đã kiểm chứng tác động của giá dầu đến dòng tiền, rồi từ đó kiểm chứng tác động của dòng tiền đến ĐT của DN trong lĩnh vực dầu mỏ. Mẫu dữ liệu được sử dụng là 26 DN, trong đó có nhiều DN lớn (với doanh thu trung bình hằng năm từ 8 tỷ đô la Mỹ). Mặc dù mẫu dữ liệu không lớn và cần có các bổ sung thêm, nghiên cứu cũng đưa ra kết luận là dòng tiền là yếu tố quan trọng tác động đến ĐT của DN.

Bond, Elston, Mairesse và Mulkay (2003), trong nghiên cứu “Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany, and the United Kingdom: A Comparison Using Company Panel Data (Các yếu tố tài chính và ĐT ở Bỉ, Pháp, Đức và Vương quốc Anh: So sánh sử dụng dữ liệu bảng của DN)”, đã nghiên cứu

các DN sản xuất tại bốn quốc gia Bỉ, Pháp, Đức và Vương quốc Anh, trong giai đoạn 1978–1989. Mẫu nghiên cứu bao gồm 571 DN được niêm yết trên sàn chứng khoán London, 1.365 DN tại Pháp, 361 DN ở Bỉ và 228 DN ở Đức. Đối với các DN Bỉ, nghiên cứu không tìm thấy tác động đáng kể của dòng tiền tới ĐT. Tác động rõ rệt nhất được tìm thấy ở các DN tại Vương quốc Anh trong khi ở Pháp và Đức tác động của dòng tiền cũng được tìm thấy nhưng nhỏ hơn so với ở Vương quốc Anh.

Carmen và Annalisa (2008), trong nghiên cứu “The impact of financial position on investment: An analysis for non-financial corporations in the Euro area” (Tác động của tình hình tài chính đối với ĐT: Một phân tích cho các DN phi tài chính ở khu vực đồng Euro), đã nghiên cứu 120.000 DNPTC trong 6 nước EU (Bỉ, Đức, Pháp, Ý, Hà Lan và Tây Ban Nha). Kết quả đã chỉ ra mối quan hệ giữa việc nắm giữ tiền mặt và đầu tư là cùng chiều ở cả 6 nước. Trong khi đó, việc tăng tổng nợ lại làm giảm hoạt động đầu tư của DN ở Bỉ và Pháp, Ý và Tây Ban Nha. Biến lãi xuất vay rất quan trọng cho việc giải thích quyết định đầu tư của DN ở Hà Lan và Ý, sau đó là Bỉ, Pháp và Tây Ban Nha, thấp nhất là Đức. Carmen và Annalisa (2008) nhận thấy rằng có sự khác nhau về mức độ ảnh hưởng của các yếu tố tài chính đến hoạt động đầu tư của DN hoạt động trong các ngành nghề khác nhau, ví dụ như tài sản thế chấp. Gần 1/3 các DN Đức trong mẫu là hoạt động ở lĩnh vực điện, khí đốt và cấp nước, vận tải, kho bãi và truyền thông, trong khi ở Ý và Pháp tỷ lệ phần trăm này là rất nhỏ. Do tài sản hữu hình (cố định) nhiều nên các DN Đức dễ dàng tiếp cận với vốn bên ngoài. Trong khi các DN xây dựng và bán buôn và bán lẻ chiếm tỷ trọng cao ở các nước khác phải dùng tài sản ngắn hạn thế chấp nên gặp khó khăn trong huy động vốn từ bên ngoài.

Chyi và Tien (2014), trong nghiên cứu “Investment – Cash Flow Sensitivity and Factors Affecting Firm’s Investment Decisions” (Độ nhạy của ĐT - dòng tiền và các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định ĐT của công ty), đã nghiên cứu 58 DN trong lĩnh vực xây dựng và vật liệu xây dựng ở Malaysian từ 2000-2013. Nghiên

cứu này đã cung cấp thêm bằng chứng về sự nhạy cảm về dòng tiền với ĐT cũng như tầm quan trọng của tài sản hữu hình của năm trước, mức đòn bẩy, tỷ lệ trả cổ tức, quy mô DN và cơ hội ĐT đến quyết định ĐT trong năm. Mối quan hệ ngược chiều trong ĐT với dòng tiền và cơ hội ĐT ngụ ý rằng các DN đang thiếu nguồn ĐT vào ngành. Khả năng của DN trong việc tiếp cận nguồn vốn bên ngoài cũng làm cho các DN tăng nợ và làm giảm các hoạt động ĐT. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa hoạt động ĐT với tình hình tài chính và khấu hao của các DN hay lá chắn thuế là không đáng kể.

J. Lewellen và K. Lewellen (2016), đã nghiên cứu về độ nhạy cảm giữa dòng tiền và ĐT tại các DNPTC của Hoa Kỳ được niêm yết trên Compustat từ năm 1971 đến 2009 trong “Investment and cashflow: New evidence” (ĐT và dòng tiền: Bằng chứng mới)”. Các DN được nghiên cứu phải có dữ liệu về lợi nhuận từ cổ phiếu và tài sản ròng (được tính bằng tổng tài sản của một DN trừ đi các khoản nợ hiện tại). Ngoài ra, để đảm bảo rằng các cổ phiếu nhỏ không tác động đến kết quả nghiên cứu thì các DN có tài sản ròng nhỏ hơn 10% tài sản dòng của NYSE cũng bị loại khỏi mẫu nghiên cứu. Họ đưa ra bằng chứng là dòng tiền và ĐT có mối quan hệ với nhau, nhất là ở các DN cần đến các nguồn vốn từ bên ngoài. DN được coi là HCTC (có dòng tiền âm, lợi nhuận thấp, vốn hoạt động thấp) bị ảnh hưởng lớn nhất từ dòng tiền. Dòng tiền trong quá khứ cũng có tác động đến ĐT hiện tại khi mà dự định ĐT hay việc tiến hành hoạt động ĐT được thực hiện chậm.

Để tránh các vấn đề về lý thuyết và thực nghiệm liên quan đến các kiểm nghiệm gián tiếp, các biện pháp trực tiếp có thể là một giải pháp thay thế. Vì các công ty đã niêm yết có nghĩa vụ cung cấp báo cáo hàng năm, bao gồm cả các báo cáo tài chính. Các nhà nghiên cứu sẽ tìm kiếm các từ khóa liên quan tới HCTC để xác định DN có gặp phải vấn đề này không (Hadlock và Pierce, 2010). Tuy cách nghiên cứu này khá chính xác và phong phú nhưng cũng tốn rất nhiều thời gian và công sức. Một giải pháp thay thế là gửi các phiếu điều tra tới các DN để hỏi về HCTC của họ. Cách tự đánh giá này đã được sử dụng trong các cuộc điều tra của

hiều nghiên cứu khác nhau (Devereux và Schiantarelli, 1990; Beck và cộng sự, 2008; Savignac, 2009; Campello và cộng sự, 2010). Các nghiên cứu sẽ phải tự xây dựng các câu hỏi và hệ thống điểm để đánh giá. Lợi ích của các nghiên cứu dạng này là được trực tiếp tiếp xúc và nhận được các nhận xét từ DN. Tuy nhiên, nhược điểm lớn nhất là câu trả lời mang tính chủ quan từ các nhà quản lý. Các biện pháp trực tiếp có lợi ích khi nghiên cứu về đặc điểm DN hay tính cập nhật của thông tin. Tuy nhiên, do tính chất chủ quan và tính chất định tính, nghiên cứu dạng này nên kết hợp với dữ liệu định lượng.

** Các kiểm nghiệm HCTC thông qua chỉ số*

Z-score là một trong những chỉ số được sử dụng để đánh giá tình trạng tài chính của DN trong nghiên cứu của Cleary (1999) khi sử dụng bộ số liệu trong nghiên cứu của Fazzari và cộng sự và trong nghiên cứu của Kaplan và Zingales. Chỉ số này được Altman công bố vào năm 1968 trong nghiên cứu “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy” (Tỷ số tài chính, phân tích phân biệt đối xử và dự đoán về sự phá sản DN). Khi đó, nếu $Z\text{-score} > 2.99$ thì DN được đánh giá là lành mạnh về mặt tài chính. Nếu $1.81 < Z\text{-score} < 2.99$ thì DN không có vấn đề gì trong ngắn hạn nhưng cần phải theo dõi chặt chẽ. Khi $Z\text{-score} < 1.81$ thì DN có nguy cơ phá sản. Chỉ số này ban đầu được thiết kế cho các DN sản xuất được niêm yết và có tài sản lớn hơn một triệu đô la Mỹ. Chỉ số này hay các chỉ số khác dựa vào dữ liệu trên bảng cân đối kế toán đều không được khuyến khích sử dụng cho các DN tài chính do các DN tài chính thường sử dụng các khoản mục ngoài bảng cân đối kế toán. Các biến thể sau này được thiết kế bởi Altman để áp dụng cho các công ty tư nhân (Altman Z'-Score) và các công ty không thuộc lĩnh vực sản xuất (Altman Z''-Score). Chỉ số Z-score được tính như sau: $Z\text{-Score} = 0.012X_1 + 0.014X_2 + 0.033X_3 + 0.006X_4 + 0.999X_5$.

Trong đó:

- X_1 là tỷ lệ giữa vốn lưu động trên tổng tài sản

- X_2 là tỷ lệ giữa lợi nhuận giữ lại trên tổng tài sản
- X_3 là tỷ lệ lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) trên tổng tài sản
- X_4 là tỷ lệ vốn hóa thị trường trên tổng nợ theo sổ sách
- X_5 là tỷ lệ doanh thu thuần trên tổng tài sản

Lamont, Polk và Saa-Requejo (2001), trong nghiên cứu “Financial constraints and stock returns”, đã phát triển chỉ số KZ-index để đo lường hạn chế tài chính. Phương pháp này cũng được sử dụng bởi nhiều nghiên cứu khác. Chỉ số càng cao thì DN càng khó tiếp cận với nguồn vốn bên ngoài. Chỉ số được tính như sau: $KZ_{it} = -1,002CF_{it} + 3,139B_{it} - 39,368D_{it} - 1,315C_{it} + 0,283Q_{it}$.

Trong đó:

- CF là dòng tiền/tổng tài sản,
- B là nợ dài hạn/tổng tài sản,
- D là tổng cổ tức/tổng tài sản,
- C là tài sản lưu động/ tổng tài sản
- Q là chỉ số Tobin’s Q.

Whited và Wu (2006), trong nghiên cứu “Financial constraints risk” sau đó cũng xây dựng chỉ số riêng của họ. Nghiên cứu của họ xây dựng một chỉ số về các HCTC đối ngoại của các công ty thông qua phương pháp GMM. Không giống như chỉ số KZ, chỉ số WW được tác giả cho là phù hợp hơn do liên kết được các đặc điểm của công ty với các ràng buộc tài chính bên ngoài. Cụ thể WW-index được tính như sau: $WW_{it} = -0,091CF_{it} + 0,021B_{it} - 0,062D_{it} - 0,035Y_{it} + 0,102IY_{it}$.

Trong đó:

- CF là dòng tiền/tổng tài sản,
- B là nợ dài hạn/tổng tài sản,

- D là một biến giả cho trường hợp DN trả cổ tức,
- A là lôgarit của tổng tài sản,
- Y là tăng trưởng doanh thu
- IY là sự tăng trưởng doanh thu của ngành.

Hadlock và Pierce (2010), trong nghiên cứu “New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index” (Bằng chứng mới về đo lường các HCTC: Vượt ra ngoài chỉ số KZ), đã đề xuất phương án mới để đo lường các HCTC. Nghiên cứu của họ dựa trên mẫu số liệu lấy từ 356 DN trong Compustat từ 1995-2004. Họ cho rằng yếu tố ảnh hưởng đến HCTC có đặc điểm ngoại sinh. Theo họ, hầu hết các phương pháp để đo ràng buộc về tài chính dựa trên các biến nội sinh, không có mối liên hệ trực tiếp với các ràng buộc do các giả thuyết lý thuyết hoặc thực nghiệm nhất định. Họ chỉ ra rằng chỉ có sự đòn bẩy và dòng tiền là có ảnh hưởng đến những HCTC của một DN, sau khi kiểm soát về quy mô và tuổi DN. Tuy nhiên, họ không đề nghị đưa vào các biến này do bản chất nội sinh. Để xác định những HCTC, một biện pháp chỉ nên dựa vào hai biến ngoại quan, một là quy mô DN, và hai là độ tuổi. Họ cũng đề xuất chỉ số SA (SA-index) để tính toán hạn chế tài chính của DN. Chỉ số được tính như sau: $SA_{i,t} = -0.737S_{i,t} + 0.043S_{i,t}^2 - 0.04A_{i,t}$. Trong đó, S là quy mô DN; A là tuổi thọ của DN.

** Một số nghiên cứu về ảnh hưởng của TTV đến quyết định đầu tư của DN*

Chatelain và cộng sự (2001), trong công trình nghiên cứu “Firm investment and monetary policy transmission in the Euro area” (ĐT DN và cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ trong khu vực đồng Euro), đã công bố kết quả nghiên cứu về tác động của các chính sách LS đến ĐT của các doanh nghiệp ở bốn quốc gia lớn nhất của khu vực đồng Euro (Đức, Pháp, Ý và Tây Ban Nha). Mẫu nghiên cứu bao gồm 215.000 quan sát từ năm 1985 đến năm 1999. Nghiên cứu được dựa trên lý thuyết tân cổ điển thông qua các đại lượng chi phí vốn, doanh thu và dòng tiền. Kết quả

là đã xác lập được mối quan hệ giữa ĐT và CPV ở cả bốn quốc gia. Điều đó chứng tỏ là có thể tồn tại một kênh tác động để nghiên cứu ảnh hưởng của LS trên thị trường đến ĐT ở các nước khu vực đồng Euro. Nghiên cứu cũng chỉ ra doanh thu và dòng tiền cũng nhạy cảm với ĐT ở tất cả các quốc gia đó. Nghiên cứu đã tiếp tục điều tra xem liệu có sự khác biệt đáng kể tồn tại giữa các DN lớn và nhỏ trong hành vi ĐT nhưng chỉ có ở Ý thì các DN nhỏ hơn phản ứng nhiều hơn với tác động của LS.

Kátay và Gianni (2004), trong nghiên cứu "Investment Behavior, User Cost and Monetary Policy Transmission - the Case of Hungary", đã công bố kết quả nghiên cứu về hành vi ĐT từ dữ liệu của các DN đã niêm yết của Hungary từ giữa năm 1993 tới 2002. Nghiên cứu này được dựa trên nghiên cứu của Chatelain và cộng sự năm 2001. Khuôn khổ lý thuyết tân cổ điển tiêu chuẩn được sử dụng nhưng các vấn đề khác ngoài phạm vi của khung cũng được giải quyết như vấn đề về ảnh hưởng của dòng tiền. Kết quả là gần như tương tự với nghiên cứu của Chatelain và cộng sự (2001) khi mà tác động của CPV và dòng tiền là khá lớn tới ĐT của DN.

Gianni (2005), trong bài viết "Financial constraints, the user cost of capital and corporate investment in Australia" (Hạn chế về tài chính, chi phí sử dụng vốn và ĐT của DN tại Úc), đã công bố kết quả nghiên cứu các yếu tố tác động đến ĐT của công ty tại Úc trên cơ sở sử dụng dữ liệu từ các DN niêm yết trong giai đoạn từ 1990 đến 2004. Dữ liệu của các công ty Úc đã có sẵn trên Cơ sở dữ liệu Bloomberg. Mẫu bao gồm 300 công ty và 1.700 quan sát của công ty được liệt kê công khai trên Sở giao dịch chứng khoán Úc. Tăng trưởng doanh thu được chứng minh là một yếu tố quan trọng tác động đến ĐT của DN. Chi phí vốn, trong đó kết hợp cả chi phí nợ và chi phí VCSH, cũng dường như là yếu tố quyết định quan trọng.

Andra and Philip (2015), trong nghiên cứu "Corporate investment and bank-dependent borrowers during the recent financial crisis", đã công bố nghiên cứu về ảnh hưởng của cú sốc tài chính vào năm 2008-2009 tại 6 nước: Đức, Pháp,

Ý, Tây Ban Nha, Bỉ và Bồ Đào Nha để đưa ra kết luận về ảnh hưởng của việc thắt chặt tín dụng đến đầu tư của DN. Họ nhận xét là thắt chặt tín dụng ngân hàng trong cuộc khủng hoảng tài chính làm giảm đầu tư ở các DN phụ thuộc vào vốn ngân hàng. Kết luận này vừa giúp cho DN xây dựng cơ cấu tài chính hợp lý để ngăn ngừa các rủi ro của thị trường và tránh phụ thuộc vào nguồn vốn bên ngoài.

Pierluigi, Emanuele, Fabio (2016), trong nghiên cứu “Financial Markets, Banks’ Cost of Funding, and Firms’ Decisions: Lessons from Two Crises”, đã công bố kết quả nghiên cứu về hơn 5.000 DNPTC để làm rõ tác động của khủng hoảng tài chính và khủng hoảng nợ công ở Ý. Theo đó, việc VCSH của ngân hàng giảm sẽ làm giảm đầu tư và việc làm ở các khối ngành khác, điều này là đặc biệt đúng trong trường hợp các DN mới ra đời và còn trẻ. Tác động trên còn lớn hơn trong trường hợp khủng hoảng nợ công.

1.1.2. Các công trình nghiên cứu đã công bố ở trong nước về tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trong bối cảnh hạn chế tài chính

1.1.2.1. Một số nghiên cứu về tác động của thị trường vốn đến năng lực tài chính của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết

Dương Ngọc Mai Phương, Vũ Thị Phương Anh, Đỗ Thị Trúc Đào và Nguyễn Hữu Tuấn (2015), trong bài viết “Tác động của chính sách tiền tệ đến thị trường chứng khoán: Bằng chứng tại Việt Nam”, đã nghiên cứu về kênh truyền dẫn của chính sách tiền tệ đến giá tài sản trên TTCK và qua đó tác động đến mục tiêu sản lượng của DN. Ví dụ, với chính sách tiền tệ thắt chặt sẽ làm giảm dòng tiền tiềm năng của DN, khiến cho khả năng tài chính DN suy giảm. Do đó, DN phải giảm hoặc hoãn các dự án ĐT tiềm năng.

Nguyễn Thị Uyên Uyên và Từ Thị Kim Thoa (2015), trong bài viết “Ảnh hưởng của việc nắm giữ tiền mặt vượt trội đến các quyết định tài chính của các DN Việt Nam”, đã đưa ra kết luận là khi có cơ hội ĐT thì bất cứ DN nào cũng

thực hiện. Tuy nhiên, ở các DN có lượng tiền mặt vượt trội thì mức độ gia tăng ĐT sẽ cao hơn là các DN có ít tiền mặt.

Lê Thị Minh Nguyên (2016), trong bài viết “Các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn: một nghiên cứu trong ngành xi măng Việt Nam”, đã đưa đến kết luận là quy mô DN có tác động tích cực đến khả năng tiếp cận nguồn vốn của DN trong ngành xi măng.

Nguyễn Thị Uyên Uyên và cộng sự (2017), trong bài viết “Ảnh hưởng của dòng tiền đến độ nhạy cảm tiền mặt nắm giữ trong điều kiện HCTC của các công ty Việt Nam”, đã công bố kết quả nghiên cứu dựa trên số liệu của 533 DN đã niêm yết và 230 DN đại chúng chưa niêm yết. Nghiên cứu kết luận là các DN chưa niêm yết gặp phải vấn đề HCTC, các DN này thường phải nắm giữ nhiều tiền mặt để phòng ngừa việc gặp phải các rào cản tài chính trong tương lai.

Nguyễn Thị Ngọc Diệp và Lê Thu Thủy (2018), trong bài viết “Các yếu tố ảnh hưởng đến nhu cầu vay vốn của các DN nhỏ và vừa trên địa bàn tỉnh Đồng Nai”, đã đưa ra kết luận là các SMEs rất cần được tiếp cận nguồn vốn tín dụng nhưng không được ngân hàng chấp nhận. Tuy ngân hàng đã có các chính sách ưu đãi đối với các khách hàng có tài chính tốt nhưng các SMEs thường gặp phải thủ tục vay vốn rườm rà nên không được nhận nguồn vốn kịp thời.

Phạm Hà và Phan Đình Quế Trân (2018), trong bài viết “Ảnh hưởng của HCTC đến quyết định nắm giữ tiền mặt của các DN niêm yết tại Việt Nam”, đã chứng minh được mối quan hệ cùng chiều giữa HCTC và hoạt động nắm giữ tiền mặt của 102 DN đang niêm yết trên sàn chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Điều này thể hiện rằng các DN bị HCTC có xu hướng giữ tiền mặt để phòng ngừa việc bị từ chối từ các nguồn vốn từ thị trường.

1.1.2.2. Một số nghiên cứu về các yếu tố tác động đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp Việt Nam

Phạm Lê Thông và cộng sự (2008), trong bài viết “Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các DN ngoài quốc doanh ở Kiên Giang”, đã có phân tích một số yếu tố tài chính của DN như doanh thu, vay, tài sản cố định... và sự ảnh hưởng đến quyết định ĐT của DN. Đây có thể coi là các chỉ số trong đo lường gián tiếp hạn chế tài chính. Nghiên cứu được dựa trên mẫu gồm 294 DN ngoài quốc doanh. Một số yếu tố có tác động đến ĐT của DN là: Lợi nhuận, tăng trưởng của doanh thu, quy mô của DN.

Lê Bảo Lâm và Lê Văn Hường (2012), trong bài viết “Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của DN tại tỉnh Tiền Giang” đã nghiên cứu 904 DN và đưa ra được kết luận về 7 yếu tố có tác động đến quyết định đầu tư của DN như: tổng lao động, tổng tài sản, tổng doanh thu, lợi nhuận trước thuế, ROA, VCSH và loại hình DN.

Nguyễn Thị Ngọc Trang và Trang Thúy Quyên (2013), trong bài viết “Mối quan hệ giữa sử dụng đòn bẩy tài chính và quyết định ĐT” đã nghiên cứu các yếu tố như: dòng tiền, Tobin’s Q, đòn bẩy tài chính, tăng trưởng doanh thu, ROA và tính thanh khoản. Trong đó, tác giả đã phân tích rõ tác động của đòn bẩy tài chính lên DN có tỷ lệ tăng trưởng cao là thuận chiều nhưng đối với các công ty tăng trưởng thấp thì có tác động ngược lại.

Nguyễn Minh Hà và Nguyễn Hoàng Phi Nam (2015), trong bài viết “Tác động của các hạn chế tài chính đến đầu tư của các DN sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, đã kiểm nghiệm thực tế về các yếu tố như tác động của dòng tiền âm, chính sách trả cổ tức, doanh thu, số năm hoạt động, quy mô DN của 88 DN sản xuất và 528 quan sát từ năm 2009 đến 2014 được niêm yết trên hai sở giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội. Việc phân loại các DN được dựa theo tiêu chuẩn của NAICS 2007. Nghiên cứu này được dựa theo nghiên

cứ của Fazzari và cộng sự (1988) khi dựa vào việc cắt giảm cổ tức là phương pháp để xác định DN bị HCTC. Các yếu tố có tác động ngược chiều đến ĐT là: Số năm hoạt động của DN, quy mô DN. Trong khi đó, tăng trưởng doanh thu có tác động cùng chiều tới ĐT.

Lê Hà Diễm Chi (2015), trong bài viết “Quan hệ giữa ĐT với dòng tiền và yếu tố HCTC: Nhìn từ các nghiên cứu trải nghiệm” đã tổng hợp một số các kết quả nghiên cứu ở nước ngoài về HCTC và ảnh hưởng của nó đến hoạt động đầu tư trong bài viết của mình. Qua bài viết này có thể thấy, ảnh hưởng của HCTC đến hoạt động đầu tư chưa thực sự được nghiên cứu nhiều ở Việt Nam cho đến thời điểm của bài viết.

Nguyễn Thị Tuyết Nhung (2017), trong luận văn thạc sĩ “HCTC và quyết định ĐT của các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, đã áp dụng chỉ số Z-score của Altman để phân loại các DN bị HCTC và phương pháp hồi quy theo phương trình Euler để kiểm định mối quan giữa dòng tiền và quyết định ĐT của DN. Dữ liệu được lấy từ 680 DN đã niêm yết trên sàn chứng khoán từ 2008 đến 2015 nhưng chỉ có 161 DN với 1288 quan sát là đạt đủ các tiêu chí đề ra. Nghiên cứu chỉ ra là nợ có tác động ngược chiều đến ĐT của DN bị HCTC và tăng trưởng doanh thu có tác động cùng chiều. Nhưng ở công ty ít bị HCTC thì kết quả trên không còn đúng.

1.1.3. Những vấn đề thuộc đề tài Luận án chưa được các công trình đã công bố nghiên cứu giải quyết (khoảng trống nghiên cứu)

Theo như những phân tích ở trên thì các công trình nghiên cứu đã công bố trên thế giới và tại Việt Nam vẫn có nhiều khoảng trống, nhiều vấn đề vẫn chưa được giải quyết sâu sắc, cần được nghiên cứu thêm và một số vấn đề chưa được nghiên cứu định lượng. Cụ thể như:

Một là, chưa có công trình nghiên cứu bài bản, chuyên sâu, có tính hệ thống về thực trạng phát triển TTV Việt Nam, cập nhật giai đoạn 2016-2020 và đề xuất

định hướng, giải pháp phát triển TTV Việt Nam trong bối cảnh HCTC thời kỳ 2021-2030.

Hai là, chưa có nghiên cứu định lượng nào được công bố ở Việt Nam về tác động của TTV đến quyết định ĐT của DN thông qua CPV. Mặc dù, việc sử dụng LS để điều hành nền kinh tế là việc làm phổ biến nhưng tác động kỳ vọng của việc làm này chưa được đánh giá định lượng. Các phương pháp tiếp cận đánh giá tác động nêu trên chủ yếu là định tính, chưa đạt được độ tin cậy cao.

Ba là, chưa có nghiên cứu, đánh giá nào đã công bố ở Việt Nam về tác động của của TTV đến quyết định ĐT của DN đối với trường hợp DNPTC bị HCTC. Cơ sở lý thuyết về HCTC vẫn còn đang được xây dựng và chưa nhất quán trong các nghiên cứu về Việt Nam.

Bốn là, đến nay, trên thế giới và Việt Nam chưa có công trình nghiên cứu nào đã công bố kết quả nghiên cứu đánh giá định lượng tác động của TTV đến năng lực tài chính của DNPTC đã niêm yết và qua đó tác động đến quyết định ĐT của DN.

1.1.4. Những vấn đề Luận án sẽ tập trung nghiên cứu giải quyết

Thứ nhất, Luận án sẽ hệ thống hóa, bổ sung và luận giải rõ hơn cơ sở lý luận về TTV và tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trên TTCK; lựa chọn khung phân tích và mô hình đánh giá định lượng tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết phù hợp với điều kiện về nguồn số liệu sơ cấp và thứ cấp ở Việt Nam.

Thứ hai, nghiên cứu đánh giá thực trạng phát triển TTV Việt Nam, nhất là giai đoạn 2016-2020.

Thứ ba, Luận án sẽ nghiên cứu tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết thông qua CPV của DN. Trong đó, CPV của DN sẽ bị tác động thông qua hai kênh trên TTV là thị trường nợ và thị trường VCSH, để từ đó

đánh giá tác động của LS trên TTV đến quyết định ĐT của DN. Luận án chia các DN trong mẫu dữ liệu thành các nhóm khác nhau để đánh giá: Doanh nghiệp nhà nước (DNNN), doanh nghiệp tư nhân (DNTN), doanh nghiệp lớn, doanh nghiệp N&V.

Thứ tư, Luận án sẽ nghiên cứu tác động của TTV đến năng lực tài chính và quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết thông qua dòng tiền của DN. Bên cạnh đó, Luận án cũng chia các DN trong mẫu dữ liệu thành các nhóm khác nhau để đánh giá.

Thứ năm, từ kết quả phân tích, đánh giá định lượng thực trạng tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết ở Việt Nam, Luận án sẽ phát hiện, xác định những sai lệch của TTV Việt Nam để đưa ra các hàm ý chính sách và các giải pháp nhằm phát triển TTV lành mạnh, hiệu quả nhằm giảm thiểu các HCTC và kích thích quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

1.2. PHƯƠNG HƯỚNG NGHIÊN CỨU CỦA LUẬN ÁN

1.2.1. Mục tiêu nghiên cứu của đề tài Luận án

Mục tiêu tổng quát: Luận giải rõ hơn cơ sở lý luận, mô hình định lượng đánh giá và đo lường mức độ tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết; từ đó phát hiện các vấn đề bất cập, sai lệch của TTV và đề xuất định hướng, giải pháp phát triển TTV nhằm giảm thiểu HCTC và kích thích quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết ở Việt Nam.

Các mục tiêu cụ thể

- Hệ thống hóa, bổ sung và luận giải rõ hơn cơ sở lý luận và mô hình phân tích, đánh giá định lượng tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trong bối cảnh HCTC.

- Đánh giá khách quan thực trạng phát triển TTV Việt Nam và đo lường mức độ ảnh hưởng của TTV đến quyết định ĐT của DN phi tài chính đã niêm yết, nhất là các DN bị HCTC; phát hiện những sai lệch và HCTC của TTV làm cơ sở thực tiễn cho đề xuất giải pháp khắc phục.

- Đề xuất định hướng và giải pháp phát triển TTV nhằm giảm thiểu HCTC, kích thích quyết định ĐT của các DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam thời kỳ đến năm 2030.

1.2.2. Đối tượng và giới hạn phạm vi nghiên cứu đề tài Luận án

*** Đối tượng nghiên cứu**

Đối tượng nghiên cứu của đề tài Luận án là các vấn đề lý luận và thực tiễn về TTV và tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh HCTC.

*** Giới hạn phạm vi nghiên cứu đề tài Luận án:**

- Về nội dung: Luận án tập trung nghiên cứu tác động 1 chiều của TTV mà chủ yếu là TTCK thông qua CPV trên thị trường đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trong bối cảnh HCTC. TTV Việt Nam được nghiên cứu theo 3 cấu phần chủ yếu: gồm thị trường tín dụng trung và dài hạn, TTCK (gồm TTCP và TTTP), thị trường chứng khoán phái sinh và TTV ĐT mạo hiểm. Bối cảnh HCTC gồm cả HCTC của DNPTC đã niêm yết, HCTC của TTV.

- Về không gian: Luận án nghiên cứu về TTV Việt Nam và các DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam

- Về thời gian: Luận án sử dụng dữ liệu đánh giá thực trạng sau 2007 (sau khi gia nhập WTO) và đề xuất định hướng, giải pháp phát triển TTV Việt Nam đến năm 2030 (kết thúc thời kỳ Chiến lược 2021 - 2030)

1.2.3. Cách tiếp cận và phương pháp nghiên cứu đề tài Luận án

1.2.3.1. Cách tiếp cận đối tượng nghiên cứu của đề tài Luận án

ĐT của DN phụ thuộc vào các yếu tố chính là CPV và dòng tiền của DN. Do vậy, Luận án nghiên cứu tác động của thị trường vốn đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết từ góc độ nguồn vốn và CPV của các DNPTC đã niêm yết. Theo góc độ này, Luận án sẽ giải quyết các vấn đề về: mục đích của quyết định ĐT, tác động của CPV đến quyết định ĐT của DN, ảnh hưởng của TTV đến CPV và năng lực tài chính của DN thông qua CPV và dòng tiền của DN, các tiêu chí để tính toán CPV; trong đó, TTV được nghiên cứu trong điều kiện hội nhập quốc tế (HNQT) và bối cảnh HCTC.

Mặt khác, Luận án cũng tiếp cận đối tượng nghiên cứu từ góc độ cơ chế tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết thông qua LS trên thị trường. Trong đó, LS tác động đến quyết định ĐT của DN thông qua hai kênh chính: Một là, LS tác động cùng chiều đến CPV, qua đó tác động đến việc DN lựa chọn các khoản ĐT. CPV càng cao thì DN không có nhiều lựa chọn khi quyết định ĐT để bảo đảm hoàn vốn, trong khi đó, CPV thấp sẽ giúp DN có nhiều lựa chọn hơn khi quyết định ĐT các dự án. Hai là, thay đổi của LS làm thay đổi dòng tiền mà DN có thể dùng để ĐT. Do vậy, khi CPV tăng thì ĐT của DN giảm; khi LS cao sẽ khiến DN phải chi trả nhiều tiền hơn cho việc vay nợ và có dòng tiền thấp, qua đó làm giảm nguồn vốn cho các dự án ĐT tiềm năng. Khi LS trên thị trường giảm thì DN sẽ có thể tiết kiệm được một khoản tiền trả lãi vay để tái ĐT nhiều hơn.

Luận án kết hợp phân tích, đánh giá định tính với phân tích đánh giá định lượng các tác động của thị trường vốn đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết, trong bối cảnh còn tồn tại HCTC từ cả phía DN và từ TTV.

1.2.3.2. Các phương pháp nghiên cứu đề tài Luận án

Luận án sử dụng các phương pháp nghiên cứu định tính, gồm: Phương pháp tổng hợp được sử dụng để hệ thống hóa, khái quát hóa các công trình nghiên cứu đã công bố ở trong, ngoài nước trực tiếp liên quan đến đề tài Luận án; hệ thống hóa cơ sở lý thuyết về ĐT, về TTV và sự tham gia của các DNPTC vào TTV, về HCTC và các yếu tố gây ra HCTC; khái quát hóa thực trạng phát triển TTV Việt Nam và sự tham gia của các DNPTC đã niêm yết; tổng hợp đánh giá thực trạng tác động của TTV đến HCTC và quyết định ĐT của các DNPTC đã niêm yết ở Việt Nam... Các phương pháp phân tích, chứng minh, thống kê miêu tả, thống kê so sánh được sử dụng chủ yếu để tổng hợp số liệu thực trạng và đánh giá thực trạng phát triển trên TTV, thực trạng tham gia TTV của các DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, thực trạng LS trên thị trường và thực trạng chi phí sử dụng vốn của các DNPTC đã niêm yết. Phương pháp quy nạp được sử dụng để rút ra kết luận về đối tượng nghiên cứu...

Luận án sử dụng phương pháp toán kinh tế, mô hình định lượng để phân tích, đánh giá và đo lường thực trạng tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết. Trong đó, trên cơ sở lý thuyết về ĐT của DN phụ thuộc vào các yếu tố là CPV và dòng tiền của DN (trong đó CPV được dùng để đánh giá tác động của TTV và dòng tiền được dùng để đánh giá tác động của HCTC đến ĐT của DN), và phương pháp luận đánh giá tác động của TTV thông qua các công cụ trên hai thị trường chính là thị trường nợ và thị trường VCSH đến HCTC và ĐT của DNPTC đã niêm yết, Luận án lựa chọn mô hình phân phối trễ (AutoRegressive Distributed Lag - ARDL) để nghiên cứu dữ liệu và vận dụng phương pháp tính chi phí vốn bình quân trọng số (WACC) có điều chỉnh (thay biến độc lập chi phí vốn chủ sở hữu bằng biến LS cho vay dài hạn) để tính toán CPV của các DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam (Nội dung cụ thể và phương pháp sử dụng các mô hình định lượng này sẽ được đề cập cụ thể và sâu hơn ở mục 2.2 của Luận án)

Về mẫu nghiên cứu, có tổng số 695 DN đã được nghiên cứu với 22.296 quan sát trong mô hình phân tích đánh giá. Số liệu nghiên cứu được lấy trong khoảng thời gian 13 năm, tính từ năm 2007, trong đó 152 DN nhà nước (do nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ hoặc cổ phần chi phối), chiếm 21,87% mẫu nghiên cứu, và 543 DN tư nhân, chiếm 78,13% mẫu nghiên cứu.

1.2.3.3. Quy trình tổng quát thực hiện nghiên cứu đề tài Luận án

Bước 1: Tổng quan các nghiên cứu trước đây

Luận án sẽ bắt đầu bằng việc nghiên cứu các công trình đã công bố liên quan trực tiếp đến đề tài Luận án để xác định các vấn đề chưa được nghiên cứu ở Việt Nam. Việc có thể dự đoán được tác động của TTV đến ĐT của DN sẽ tạo ra nhiều thuận lợi cho các nhà làm quản lý có thể đề ra các chính sách để đạt đến các mục tiêu cho nền kinh tế, cũng như giúp DN có thể điều chỉnh sao cho phù hợp với các tác động từ bên ngoài. Xuất phát từ thực tế là chưa có nghiên cứu định lượng nào về vấn đề nghiên cứu của đề tài này nên Luận án nhận thấy nghiên cứu về tác động của TTV đến HCTC và quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết tại Việt Nam là cần thiết.

Bước 2: Xác định cơ sở lý thuyết, phương pháp luận và cách tiếp cận nghiên cứu

Từ các nghiên cứu đã công bố, Luận án xác định cơ sở lý thuyết, phương pháp luận và cách tiếp cận để nghiên cứu tác động của TTV đến HCTC và ĐT của DNPTC đã niêm yết. Tác động này được thông quan các công cụ trên hai thị trường chính là thị trường nợ và TTV CSH.

Bước 3: Lựa chọn mô hình nghiên cứu phù hợp

Từ cơ sở lý thuyết thì ĐT của DN phụ thuộc vào các yếu tố là: CPV và dòng tiền của DN. Trong đó, CPV được dùng để đánh giá tác động của TTV và dòng tiền dùng để đánh giá tác động của HCTC đến ĐT của DN. Ngoài ra, các đại lượng như ĐT của các năm trước, CPV và dòng tiền trong quá khứ cũng được xác định

là có tác động đến ĐT hiện tại của DN. Chính vì vậy, Luận án lựa chọn mô hình Autoregressive Distributed Lag (ARDL) để nghiên cứu. Vì mô hình này có ưu điểm về nghiên cứu các biến có độ trễ và dự báo các kịch bản kinh tế.

Bước 4: Thu thập và xử lý dữ liệu

Với mô hình Autoregressive Distributed Lag Models thì dữ liệu được dùng trong Luận án bao gồm: Tổng tài sản cố định, tổng tài sản, doanh thu thuần, lợi nhuận sau thuế, chi phí vốn, LS dài hạn, sở hữu nhà nước, quy mô DN, giá trị sổ sách của VCSH, giá trị sổ sách của nợ.

Trong các số liệu nêu trên, Tổng tài sản cố định, tổng tài sản, doanh thu thuần, lợi nhuận sau thuế, giá trị sổ sách của vốn CSH, giá trị sổ sách của nợ được lấy từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của các DN. LS dài hạn được lấy từ số liệu của ngân hàng nhà nước (NHNN). Do trong thời gian nghiên cứu, LS có những lúc biến động rất mạnh và với tần suất lớn, nên LS được xác định là LS ở thời điểm bắt đầu năm tài chính của DN, tức là ngày 01 tháng 01 hàng năm.

CPV được tác giả tính bằng phương trình dưới đây

$$UC = \frac{E}{V} * R_e + \frac{D}{V} * (R_d * (1 - T_c))$$

Trong đó,

R_e là LS cho vay dài hạn, được dùng để đại diện cho chi phí cơ hội của việc sử dụng vốn của nhà ĐT. Trong nghiên cứu này thì R_e được tính bằng LS cho vay dài hạn. R_d là mức LS, được tính bằng khoản trả lãi phải thanh toán trên tổng nợ. Trong nghiên cứu này, R_d là trung bình LS của các khoảng vay.

E = giá trị sổ sách của VCSH DN là đại diện cho giá trị thị trường của VCSH

D = giá trị sổ sách của nợ DN là đại diện cho giá trị thị trường của nợ

$V = E + D$ = tổng giá trị sổ sách của tài chính của DN (vốn CSH và nợ)

E / V = Tỷ lệ phần trăm của vốn CSH

D / V = Tỷ lệ phần trăm của nợ

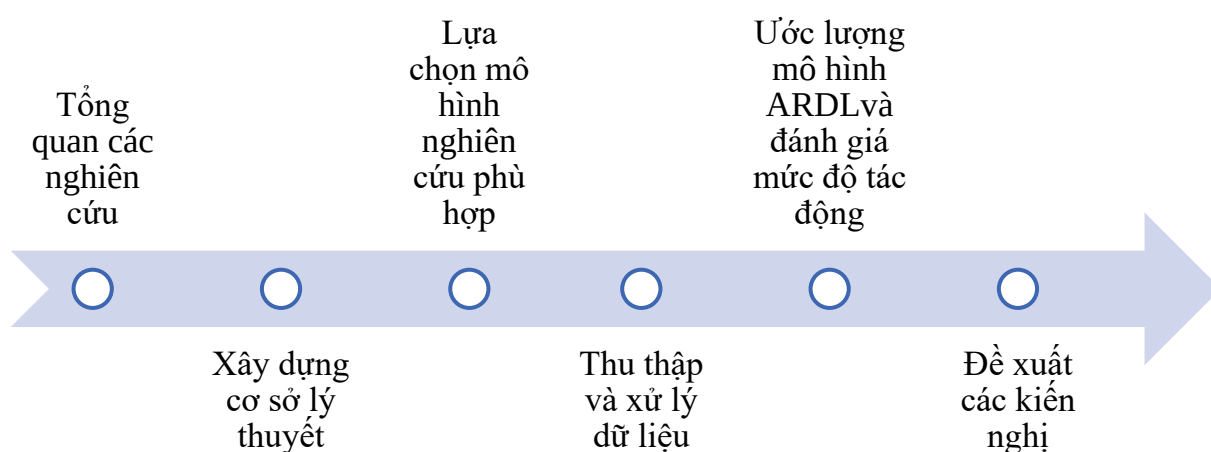
T_c = thuế thu nhập của DN

Bước 5: Ước lượng mô hình ARDL và các khiếm khuyết của mô hình

Luận án sử dụng mô hình Autoregressive Distributed Lag Models để kiểm chứng tác động của của TTV đến HCTC và ĐT của DNPTC. Mô hình ARDL được sử dụng vì có thể sử dụng cả độ trễ của biến độc lập và biến phụ thuộc để dùng trong mô hình hồi quy. Luận án kỳ vọng biến dòng tiền, doanh thu và ĐT năm trước có tác động cùng chiều tới ĐT của DN; và biến CPV có tác động ngược chiều. Ngoài ra, các biến trong mô hình sẽ được lựa chọn để phù hợp với lý thuyết dùng để nghiên cứu và không gây ra các khiếm khuyết cho mô hình.

Bước 6: Đề xuất các kiến nghị

Từ các kết quả nghiên cứu, Luận án đề xuất các định hướng và giải pháp để phát triển TTV giảm thiểu các HCTC, nâng cao tiềm lực tài chính của DNPTC, đảm bảo nguồn vốn cho các dự án ĐT và kích thích ĐT của DNPTC, đảm bảo phát triển TTV theo các nguyên tắc thị trường và phù hợp với các mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội, phù hợp với các cam kết hội nhập kinh tế quốc tế của Việt Nam.



Sơ đồ 1.1: Quy trình nghiên cứu đề tài Luận án

CHƯƠNG 2 :

CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ MÔ HÌNH ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG VỐN ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN TRONG BỐI CẢNH HẠN CHẾ TÀI CHÍNH

2.1. THỊ TRƯỜNG VỐN VÀ SỰ THAM GIA CỦA CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH

2.1.1. Thị trường vốn và các công cụ trên thị trường vốn

2.1.1.1. Khái niệm thị trường vốn và các yếu tố của thị trường vốn

Tại thời điểm luận án được thực hiện, ở Việt Nam chưa có một khái niệm mang tính pháp điển về “thị trường vốn”, quan niệm về phạm vi và các cấu phần của TTV còn khác nhau, chưa thống nhất.

Theo Từ điển Anh-Việt (2001), thuật ngữ tiếng Anh “capital” có nghĩa tiếng Việt là vốn, tư bản...; còn thuật ngữ “resources” cũng có nghĩa là nguồn vốn, nguồn lực... Theo Luật Đầu tư (Luật số 61/2020/QH14), vốn đầu tư được cho là tiền và tài sản khác theo quy định của pháp luật về dân sự và điều ước quốc tế mà Việt Nam là thành viên để thực hiện hoạt động đầu tư kinh doanh.

Theo từ điển Ngoại thương và Tài chính Anh-Việt hiện đại của nhà xuất bản Mc Graw. Hill (Đặng Hoàn biên dịch, Nhà xuất bản Thống kê tái bản lần 1, 1999), thuật ngữ tiếng Anh “Capital market” có nghĩa tiếng Việt là Thị trường vốn – Một thị trường mà quỹ do Chính phủ và các công ty dựng lên. Chứng khoán, cổ phiếu và trái phiếu được phát hành tại các thị trường vốn thông qua các ngân hàng đầu tư, ngân hàng thương mại và các tổ chức tài chính khác. Các đợt phát hành được các nhà đầu tư tư nhân, ngân hàng, quỹ trợ cấp và công ty bảo hiểm mua.

Theo Đại từ điển kinh tế thị trường (Viện nghiên cứu và phổ biến tri thức bách khoa, 1998), thị trường vốn còn được gọi là “thị trường tư bản” hay thị trường vốn dài hạn, là thị trường tiền tệ kinh doanh trên 1 năm về cho vay vốn trung dài hạn và nghiệp vụ chứng khoán, nó có cấu trúc gồm thị trường giữ tiền cho vay trung dài hạn và thị trường chứng khoán.

Theo Giáo trình “Thị trường chứng khoán” của Bạch Đức Hiền (2009), “thị trường vốn” là thuật ngữ dùng để chỉ các hoạt động thu thập tiền từ một số thực thể và cung cấp chúng cho các thực thể khác cần tiền.

Theo giáo trình “Thị trường tài chính và các định chế tài chính” của Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh do Lê Thị Tuyết Hoa chủ biên (2016): “Thị trường tài chính là nơi giao dịch mua bán các tài sản tài chính như: vốn tài chính, các giấy tờ có giá và các sản phẩm tài chính, nhờ đó mà vốn được chuyển giao một cách trực tiếp hoặc gián tiếp từ các chủ thể cung vốn sang các chủ thể cầu vốn. Thông qua thị trường tài chính, cung và cầu vốn sẽ gặp nhau. Thị trường tài chính có 3 chức năng chủ đạo: Chức năng dẫn vốn, chức năng tiết kiệm, chức năng thanh khoản. Về cấu trúc của thị trường tài chính: căn cứ vào đối tượng hay chủ thể giao dịch của thị trường, chi thành thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Căn cứ vào thời hạn, chia thành thị trường tài chính ngắn hạn (còn gọi là thị trường tiền tệ) và thị trường tài chính dài hạn (hay còn gọi là thị trường vốn). *Thị trường vốn là nơi mua bán trao đổi các tài sản tài chính trung và dài hạn nhằm giải quyết các nhu cầu về vốn trung và dài hạn cho các chủ thể trong nền kinh tế. Xét về đặc điểm hoạt động và đối tượng cụ thể, TTV được chia thành thị trường tín dụng trung, dài hạn và thị trường chứng khoán.* Thị trường tín dụng là nơi vốn được chuyển từ người tiết kiệm sang người ĐT qua các trung gian tài chính; công cụ tài chính là các khế ước nhận nợ do người đi vay ký phát. Thị trường chứng khoán là nơi mua bán trao đổi các chứng khoán trung và dài hạn (thời hạn từ 1 năm hoặc trên 1 năm) như trái phiếu nhà nước, trái phiếu DN, cổ phần. TTV được xây dựng để cung cấp tài chính cho các khoản ĐT dài hạn của DN, chính phủ và các hộ gia đình, các

công cụ trên TTV có thời gian đáo hạn trên một năm hoặc từ một năm trở lên. Những người cung cấp vốn trên TTV là các tổ chức tài chính như ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí... và công chúng. Những người huy động vốn trên TTV chủ yếu và quan trọng nhất là các DN đủ loại. TTV có quan hệ gắn bó mật thiết với tiết kiệm và ĐT, TTV là một nhịp cầu để chuyển tiết kiệm của những chủ thể thặng dư qua những cuộc đầu tư của những chủ thể thiếu hụt. Qua đó, TTV đóng góp vào sự ổn định kinh tế bằng cách cân đối tiết kiệm với đầu tư và đóng góp vào sự tăng trưởng kinh tế bằng cách mở rộng tổng tiết kiệm và ĐT. Do đó, một TTV có hiệu quả sẽ đóng góp tích cực vào tăng trưởng và nâng cao mức sống cho nhân dân (Lê Thị Tuyết Hoa và cộng sự, 2016).

Từ góc độ huy động các nguồn lực cho ĐT phát triển và cơ cấu lại thị trường tài chính, Nghị quyết số 27/NQ-CP ngày 21/2/2017 về Chương trình hành động của Chính phủ thực hiện Nghị quyết số 05-NQ/TW(khóa XII) của Đảng (về đổi mới mô hình tăng trưởng...) và thực hiện Nghị quyết số 24/2016/QH14 của Quốc hội (về kế hoạch cơ cấu lại nền kinh tế giai đoạn 2016-2020) đã đề ra mục tiêu định tính đến năm 2020: phát triển TTV ĐT mạo hiểm, thị trường chứng khoán phái sinh. Đồng thời xác định phát triển TTV ĐT mạo hiểm là giải pháp trọng tâm trong tái cơ cấu TTTC.

Theo tác giả Luận án và trong Luận án này, *thị trường vốn được quan niệm là một loại của thị trường tài chính, nơi diễn ra các hoạt động giao dịch và mua bán các tài sản tài chính trung và dài hạn theo các quy luật của thị trường có sự điều tiết của Nhà nước nhằm giải quyết các nhu cầu về vốn ĐT dài hạn của DN, chính phủ và các hộ gia đình. TTV gồm nhiều thị trường cụ thể cấu thành, có thể được phân chia theo những tiêu chí khác nhau như: 1, Căn cứ phạm vi hoạt động và đặc điểm hoạt động của thị trường, chia thành: Thị trường tín dụng trung và dài hạn; thị trường chứng khoán; Thị trường vốn đầu tư mạo hiểm. 2, Căn cứ vào chủ thể giao dịch của thị trường chia thành thị trường sơ cấp, thị trường thứ cấp. 3, Căn cứ khách thể thị trường (sản phẩm tài chính, công cụ tài chính) chia thành:*

thị trường vốn tín dụng trung, dài hạn, thị trường vốn cổ phần (còn gọi là thị trường cổ phiếu); thị trường trái phiếu; thị trường chứng khoán phái sinh (còn gọi là thị trường tài chính phái sinh), thị trường vốn đầu tư mạo hiểm. 4, Căn cứ vào nghĩa vụ tài chính của các chủ thể tham gia giao dịch tài chính trên TTV, chia thành thị trường nợ (là nơi mua bán các công cụ tài chính nợ như trái phiếu, tín phiếu, thương phiếu, khế ước nhận nợ... trong đó bao gồm cả thị trường trái phiếu và thị trường tín dụng trung dài hạn); thị trường mua bán cổ phiếu (còn gọi là thị trường vốn cổ phần); thị trường các công cụ tài chính phái sinh (còn gọi là thị trường chứng khoán phái sinh); thị trường vốn đầu tư mạo hiểm. 5, Căn cứ vào mức độ can thiệp của Nhà nước vào TTV, chia thành: Thị trường vốn chính thức (trong TTCK gọi là thị trường niêm yết chính thức), thị trường chứng khoán không niêm yết (OTC market); Thị trường đăng ký giao dịch của các công ty đại chúng chưa niêm yết (UPCom market); thị trường vốn phi chính thức (bao gồm cả thị trường tín dụng đen).

Trong luận án này, khái niệm “thị trường vốn đầu tư mạo hiểm” được hiểu là nơi diễn ra các giao dịch chuyển nhượng cung cấp vốn đầu tư cho các dự án đầu tư khởi nghiệp sáng tạo từ các quỹ đầu tư trong và ngoài nước cho các DN khởi nghiệp sáng tạo (Theo Luật Đầu tư năm 2020, Dự án đầu tư khởi nghiệp sáng tạo là dự án đầu tư thực hiện ý tưởng trên cơ sở khai thác các tài sản trí tuệ, công nghệ mô hình kinh doanh mới và có khả năng tăng trưởng nhanh). Khái niệm “Thị trường tài chính phái sinh” được hiểu đồng nghĩa với khái niệm “Thị trường chứng khoán phái sinh”, là thị trường phát hành và mua đi bán lại các công cụ tài chính phái sinh; đó là các công cụ tài chính cao cấp như quyền lựa chọn hợp đồng tương lai, chứng quyền, quyền tiên mãi... các giao dịch mua bán các công cụ tài chính phái sinh diễn ra ở cả trên thị trường niêm yết và OTC (Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14 đã quy định các công cụ tài chính phái sinh này là chứng khoán phái sinh, hoạt động mua bán chứng khoán phái sinh, được quản lý theo quy định của Luật này. Vì thế, trong Luận án này, “Thị trường tài chính

phái sinh“ được gọi là “Thị trường chứng khoán phái sinh“). Khái niệm “Thị trường sơ cấp“ được hiểu là TTV sơ cấp là thị trường phát hành lần đầu các tài sản tài chính trên thị trường này, vốn từ các nhà ĐT chuyển sang nhà phát hành thông qua việc nhà ĐT mua các tài sản tài chính mới phát hành. “Thị trường thứ cấp“ được hiểu là TTV thứ cấp là thị trường mua đi bán lại những tài sản tài chính đã được phát hành.

TTV có 3 nhóm yếu tố chính, gồm: Chủ thể thị trường, khách thể thị trường và giới trung gian thị trường. Chủ thể thị trường là chủ thể pháp nhân hoặc thể nhân kinh tế có lợi ích kinh tế độc lập và có quyền tự chủ kinh doanh tham gia vào bên cung cấp vốn và/hoặc bên có nhu cầu vốn để thực hiện các giao dịch tài chính trên TTV (DN, Chính phủ, Chính quyền địa phương, ngân hàng, các tổ chức tài chính phi ngân hàng, các quỹ tài chính, cá nhân, tổ chức xã hội khác...). Khách thể thị trường là các công cụ, sản phẩm tài chính hay còn gọi là tài sản tài chính (gọi chung là hàng hóa vốn) được giao dịch, trao đổi trên TTV như trái phiếu, tín phiếu kho bạc nhà nước, trái phiếu DN, cổ phiếu, các chứng khoán phái sinh, các khế ước nhận nợ... Giới trung gian thị trường là hình thức và phương tiện môi giới giữa các chủ thể kinh tế là chủ thể TTV, là chiếc cầu hữu hình hoặc vô hình liên kết giữa các chủ thể thị trường ; gồm: Giá cả, cạnh tranh, thông tin thị trường, người trung gian giao dịch (như các công ty chứng khoán...), trọng tài giao dịch, cơ quan trọng tài...

2.1.1.2. Các công cụ trên thị trường vốn

Các công cụ trên TTV thể hiện chủ yếu dưới hình thức các loại chứng khoán và tiền vốn vay trung dài hạn, bao gồm hai loại chủ yếu là những công cụ vốn cổ phần và công cụ nợ. Ngoài ra, các hợp đồng phái sinh cũng là một công cụ trên thị trường nhưng chưa thật phát triển ở Việt Nam. Đồng thời, còn có một số công cụ để nhà ĐT có thể dễ dàng chuyển đổi giữa công cụ vốn cổ phần và công cụ nợ. Các công cụ trên TTV hình thành từ các sản phẩm tài chính gồm:

- Chứng khoán các loại. Chứng khoán là công cụ xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với tài sản hoặc phần vốn của tổ chức phát hành. Chứng khoán được thể hiện dưới các hình thức chứng chỉ, bút toán ghi sổ hoặc dữ liệu điện tử, bao gồm các loại sau: a, Cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ; b, Quyền mua cổ phần, chứng quyền, chứng quyền có bảo đảm, chứng chỉ lưu ký; c, Chứng khoán phái sinh; d, Các loại chứng khoán khác (theo Luật Chứng khoán năm 2006 và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán, Luật số 54/2019/QH14 ngày 26/11/2019 của Quốc hội). Trong đó:

+ Cổ phiếu là loại chứng khoán xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn cổ phần của tổ chức phát hành. Có hai loại cổ phần chủ yếu là cổ phiếu phổ thông (cổ phiếu thường) và cổ phiếu ưu đãi.

+ Trái phiếu là loại chứng khoán xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn nợ của tổ chức phát hành. Căn cứ tổ chức phát hành trái phiếu, có thể chia thành: Trái phiếu Chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu DN... Căn cứ thị trường phát hành trái phiếu, chia thành: Trái phiếu trong nước và trái phiếu quốc tế. Căn cứ mục đích phát hành trái phiếu và “màu sắc” của mục đích đó, có thể chia thành: Trái phiếu “nâu” và trái phiếu xanh (TPCP xanh, TPCQĐP xanh, TPDN xanh...). Trái phiếu Chính phủ là một loại chứng khoán nợ Chính phủ, do Chính phủ phát hành, xác nhận nghĩa vụ và trả cả gốc và lãi của Chính phủ (có thể thông qua Kho bạc Nhà nước) phát hành đối với người sở hữu trái phiếu (NHTM, tổ chức, cá nhân, các quỹ tài chính...), nhằm đáp ứng nhu cầu về nguồn vốn cho ĐT công, bù đắp thiếu hụt (bội chi) ngân sách nhà nước trung ương. Trái phiếu chính quyền địa phương là một loại chứng khoán nợ do chính quyền địa phương (Cấp vùng, cấp tỉnh) phát hành, xác nhận nghĩa vụ trả cả gốc và lãi của CQĐP phát hành đối với người sở hữu trái phiếu, nhằm đáp ứng nhu cầu vốn cho ĐT phát triển ở địa phương. Chứng khoán DN là một loại chứng khoán nợ do DN phát hành, xác nhận nghĩa vụ trả cả gốc và lãi của DN phát hành đối với người sở hữu chứng khoán. Trái phiếu DN gồm các loại

chủ yếu như: i, Trái phiếu chuyển đổi là loại trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông của cùng một tổ chức phát hành theo điều kiện đã được xác định trong phương án phát hành; ii, Trái phiếu không chuyển đổi là loại trái phiếu không có khả năng chuyển đổi thành cổ phiếu thường; iii, Trái phiếu có bảo đảm là loại trái phiếu được bảo đảm thanh toán toàn bộ hoặc một phần gốc, lãi khi đến hạn bằng tài sản của tổ chức phát hành hoặc bên thứ ba hoặc bảo lãnh thanh toán của tổ chức tài chính, tín dụng; iv, Trái phiếu không có bảo đảm là loại trái phiếu có thuộc tính ngược lại với loại trái phiếu có bảo đảm (nêu trên).

+ Chứng chỉ quỹ là loại chứng khoán xác nhận quyền sở hữu của nhà ĐT đối với một phần vốn góp của quỹ đầu tư chứng khoán.

+ Chứng chỉ lưu ký là loại chứng khoán được phát hành trên cơ sở chứng khoán của tổ chức được thành lập và hoạt động hợp pháp.

+ Chứng khoán phái sinh hay tài chính phái sinh là các công cụ tài chính dưới dạng hợp đồng, trong đó xác nhận quyền, nghĩa vụ của các bên đối với việc thanh toán tiền, chuyển giao số lượng tài sản cơ sở nhất định theo mức giá đã được xác định trong khoảng thời gian hoặc vào ngày đã xác định trong tương lai. Các hợp đồng phái sinh bao gồm: Hợp đồng kỳ hạn, Hợp đồng tương lai, Hợp đồng quyền chọn, Hợp đồng hoán đổi. Do giá cả trên thị trường luôn biến động và tạo ra các mức độ rủi ro nên các hợp đồng phái sinh được sử dụng để phòng ngừa rủi ro, nhưng cũng có thể được sử dụng cho mục đích đầu cơ trên thị trường. Tuy nhiên ở Việt Nam, thị trường phái sinh còn ít phát triển và chỉ giới hạn trong các sản phẩm dựa trên chỉ số trái phiếu, cổ phiếu. Vì vậy, tác động của thị trường phái sinh tới các DNPTC gần như không có.

+ Quyền mua cổ phần là loại chứng khoán do công ty cổ phần (một loại hình thức tổ chức DN) phát hành nhằm mua lại của cổ đông hiện hữu quyền mua cổ phần mới theo điều kiện đã được xác định.

+ Chứng quyền là loại chứng khoán được phát hành cùng với việc phát hành trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi, cho phép người sở hữu chứng khoán được quyền mua một số cổ phiếu phổ thông nhất định theo mức giá đã được xác định trước trong thời kỳ nhất định.

+ Quyền chọn mua, quyền chọn bán là quyền được ghi trong hợp đồng cho phép người mua lựa chọn quyền mua hoặc quyền bán một số chứng khoán được xác định trước trong khoảng thời gian nhất định với mức giá được xác định trước.

+ Hợp đồng tương lai là cam kết mua hoặc bán các loại chứng khoán, nhóm chứng khoán hoặc chỉ số chứng khoán nhất định với một số lượng và mức giá nhất định vào ngày xác định trước trong tương lai.

- Các khế ước nhận nợ do người đi vay ký phát được lưu hành trên thị trường tín dụng trung, dài hạn.

- Các hợp đồng giao nhận vốn giữa các quỹ ĐT với các DN khởi nghiệp đổi mới sáng tạo trên TTV ĐT mạo hiểm.

2.1.2. Doanh nghiệp phi tài chính và sự tham gia thị trường vốn

2.1.2.1. Khái niệm doanh nghiệp phi tài chính

Theo OECD (2001), “Các DN phi tài chính là các DN có hoạt động chính là sản xuất hàng hóa thị trường hoặc dịch vụ phi tài chính”.

Theo Viện Nghiên cứu Kinh tế và Thống kê Quốc gia Pháp, “ DN phi tài chính là các tổ chức có chức năng chính là sản xuất hàng hóa và cung cấp dịch vụ phi tài chính. Hoạt động phân phối và hoạt động tài chính của họ được tách riêng khỏi hoạt động của chủ sở hữu.” (Lê Thị Tuyết Hoa và cộng sự, 2016).

Tổng hợp nội hàm của các khái niệm nêu trên, rút ra định nghĩa: *DN phi tài chính được hiểu là các DN có doanh thu chủ yếu từ việc cung cấp các sản phẩm hàng hóa hay dịch vụ không thuộc lĩnh vực tài chính.*

2.1.2.2. Sự tham gia của doanh nghiệp phi tài chính trên thị trường vốn

Nhiệm vụ của các DN là thực hiện các dự án ĐT có thể đáp ứng được yêu cầu về thanh toán các khoản chi phí tài chính. Các DN có thể tiếp cận nguồn vốn thông qua việc tái ĐT lợi nhuận, phát hành cổ phiếu hoặc vay tiền. Nếu TTV hoạt động tốt, các DN điều chỉnh VCSH và vốn vay để có sự bù trừ rủi ro tốt nhất. Mỗi loại hình DN sẽ có những đặc trưng nhất định về cách sử dụng vốn.

Đã có một số nghiên cứu chỉ ra vấn đề sai lệch, khiến khuyết trên TTV và các thay đổi để TTV hoạt động tốt hơn. Họ cho rằng các DN đã đặt ra lợi nhuận kỳ vọng quá cao trong các quyết định ĐT của mình. Do họ không đánh giá triển vọng phát triển của DN trong tương lai nên mới tập trung để tìm kiếm các kết quả ngắn hạn.

Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng các DN đã đặt ra các mức lợi nhuận cao không cần thiết. Haldane (2011) chỉ ra rằng các DN yêu cầu mức lợi nhuận lên tới 25%. Trong khi nghiên cứu của PriceWaterhouse Coopers vào năm 2011 chỉ ra rằng các DN trong FTSE-100 yêu cầu mức lợi nhuận hơn 20%. Thực tế là có những DN công khai các mục tiêu lợi nhuận 15-20% trong khi LS vay thấp hơn nhiều, thì đã là một dấu hiệu của một sự khiếm khuyết trong chức năng của TTV.

Nếu các DN không hành động theo các tín hiệu trên thị trường và đặt ra các mục tiêu không khả thi thì các nhà ĐT sẽ nghi ngờ về tính khả thi của các dự án ĐT. Điều này về lâu dài sẽ dẫn đến sự không bền vững trong hoạt động của DN.

2.2. ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP VÀ TÁC ĐỘNG CỦA HẠN CHẾ TÀI CHÍNH ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM YẾT

2.2.1. Đầu tư và quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính

2.2.1.1. Khái niệm đầu tư và quyết định đầu tư của doanh nghiệp

Trong kinh tế học, bản chất của đầu tư là một phương thức mà những cái làm cho giá trị có thể ĐT, để cho vốn thực hiện chức năng cung cấp giá trị thặng dư cho người sở hữu. Từ góc độ chủ thể ĐT, Đại từ điển Kinh tế thị trường (1998), định nghĩa: ĐT là hoạt động mà chủ thể kinh tế (DN, cá nhân,...) lấy hiệu quả thu được trong tương lai làm mục đích, ứng trước tiền tệ hoặc hiện vật với số lượng nhất định để kinh doanh loại hàng hóa hoặc dịch vụ nào đó. Theo nghĩa hẹp, ĐT là việc DN sử dụng tài sản tích lũy, mua công trái, phát hành trái phiếu DN và cổ phiếu để ĐT kinh doanh. Theo nghĩa rộng hơn, ĐT là hoạt động kinh doanh loại hàng hóa hoặc dịch vụ nào đó, tăng thêm tiền tệ mới, mua sắm tài sản mới, nguồn nguyên liệu, sức lao động mới, vật phẩm mới để mở rộng SXKD. Phân loại ĐT theo mục đích kinh doanh, chia thành ĐT có tính chính sách (không lấy lợi nhuận làm mục đích trực tiếp mà lấy kết quả so với mục đích chính sách); và ĐT mang tính chất kinh tế (mục đích lợi nhuận), tức là đầu tư kinh doanh. Theo Luật Đầu tư năm 2020 (Luật số 61/2020/QH14), “Đầu tư kinh doanh là việc nhà đầu tư bỏ vốn đầu tư để thực hiện hoạt động kinh doanh” (Luật Đầu tư, 2020).

Từ góc độ tài chính DN, Keynes (1936) định nghĩa ĐT như sau: *"Sự gia tăng của vốn, bao gồm vốn cố định, vốn lưu động hay vốn thanh khoản. Hơn nữa, sự khác biệt về định nghĩa là do sự loại trừ từ ĐT của một hoặc nhiều loại hình vốn đã nêu"*. Thực tế, hầu hết các nhà nghiên cứu đã tập trung vào vốn tài sản hữu hình.

Nhìn chung, ĐT được hiểu là việc sử dụng tiền với kỳ vọng đạt được một số lợi ích trong tương lai. Trong tài chính, hoạt động ĐT được định nghĩa là phân

bỏ các nguồn tài chính cho các tài sản được cho là sẽ mang lại lợi ích hay lợi nhuận trong một khoảng thời gian nhất định. Điều đó đề cập đến các tài sản tài chính như tiền gửi, trái phiếu hay cổ phiếu... Tuy nhiên, theo thuật ngữ kinh tế thì ĐT có nghĩa là sự tăng thêm của nguồn vốn xã hội. Nguồn vốn là những hàng hóa được sử dụng để tạo ra các hàng hóa khác. Theo quan điểm này thì việc ĐT có nghĩa là sự hình thành vốn mới dưới dạng các tài sản bền vững, ví dụ như bất động sản, nhà máy, nghiên cứu và phát triển sản phẩm hay đào tạo nhân lực.

Một DN khi là chủ thể quyết định ĐT, trở thành nhà ĐT khi có sự thống nhất với nhau về quyền lợi và trách nhiệm, và phải có các điều kiện sau: 1, Trong quá trình phát triển kinh tế - xã hội nói chung, phát triển DN nói riêng, có thể đưa ra quyết sách ĐT một cách tương đối độc lập; 2, Có nguồn vốn ĐT đầy đủ, bao gồm tiền vốn tập trung bằng nhiều hình thức; 3, Có quyền sở hữu hoặc chi phối đối với tài sản hình thành do ĐT, đồng thời có thể tiến hành kinh doanh tương đối tự chủ hoặc ủy thác cho người khác. Nhà ĐT khi được phân loại theo tiêu chí cư trú thường được chia thành nhà ĐT trong nước (người cư trú) và nhà ĐT nước ngoài (người không cư trú trên lãnh thổ kinh tế). Trên TTV trong nước, nhà ĐT là người không cư trú trên lãnh thổ kinh tế gọi là nhà ĐT gián tiếp nước ngoài. ĐT gián tiếp nước ngoài (FPI) là hình thức ĐT gián tiếp xuyên biên giới, bao hàm các hoạt động mua sắm tài sản tài chính nước ngoài nhằm thu lợi nhuận nhưng không kèm theo việc trực tiếp tham gia các hoạt động quản lý DN và nghiệp vụ như trong hình thức ĐT trực tiếp nước ngoài (FDI). Theo Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF), “ĐT gián tiếp nước ngoài là hoạt động mua bán chứng khoán (cổ phiếu, trái phiếu) được phát hành bởi một công ty hoặc cơ quan Chính phủ của một nước khác trên thị trường tài chính trong nước hoặc nước ngoài.

Tuy rằng việc ĐT là để gia tăng tài sản, lợi nhuận nhưng cách ĐT của từng loại hình doanh nghiệp cũng khác nhau. Trong Luận án này, DNPTC là những DN thường tập trung đầu tư vào các tài sản hữu hình như đất đai, thiết bị máy móc... để mở rộng SXKD nhằm thu lại lợi nhuận. Vì vậy mà doanh thu của những DN

loại này không chú ý đến từ các sản phẩm tài chính. Trong khi đó, các DN tài chính có chức năng và hoạt động kinh doanh chính dựa vào việc cung cấp, đầu tư các tài sản tài chính như cổ phiếu và trái phiếu, các khoản cho vay và thế chấp, cho thuê và dịch vụ bảo hiểm.

2.2.1.2. Khái quát các lý thuyết về đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính

**** Thuyết cổ điển và tân cổ điển về đầu tư của doanh nghiệp***

Adam Smith (1723-1790), đại biểu chủ yếu của kinh tế học cổ điển, sáng lập lý luận về tư bản trong tác phẩm nổi tiếng “Sự giàu có của các quốc gia” (xuất bản năm 1776), đã đưa ra định nghĩa: “Tư bản là tư liệu sản xuất dùng vào sản xuất để thu được lợi nhuận”... “nguyên nhân trực tiếp của việc gia tăng tư bản là tiết kiệm, chứ không phải là sự cần cù lao động”. Adam Smith cũng là người đầu tiên đưa ra khái niệm tư bản cố định và tư bản lưu động thông qua hoạt động ĐT của chủ sở hữu theo hai phương pháp sử dụng tư bản (hay gọi là phương pháp sử dụng vốn ĐT): Một là, tư bản dùng để ĐT cho sản xuất, chế tạo hoặc mua vật phẩm, sau đó bán đi để thu được lợi nhuận; tư bản sử dụng như vậy, khi nằm trong tay người sở hữu hoặc giữ nguyên trạng thái vốn có của nó, thì không thể đem lại bất kỳ một thu nhập hoặc lợi nhuận nào cho người ĐT, nó buộc phải qua lưu thông mới đem lại được lợi nhuận, do đó tư bản như vậy có thể gọi là tư bản lưu động. Hai là, tư bản lại có thể được ĐT để cải tạo đất đai, mua máy móc và công cụ hay mua sắm những thứ không cần phải bán lại cho người khác hoặc không cần phải lưu thông mà vẫn đem lại lợi nhuận, tư bản như vậy gọi là tư bản cố định (Khái niệm “Tư bản” của Adam Smith sau này được các nhà kinh tế gọi là “vốn ĐT”, vì có cùng thuật ngữ tiếng Anh là “Capital”) (Viện Nghiên cứu và phổ biến tri thức bách khoa, 1998).

Từ các giả định của thuyết tân cổ điển thì các mô hình nghiên cứu về ĐT của DN chỉ quan tâm đến giá trị kỳ vọng trong tương lai của các dự án. Tỷ suất lợi nhuận của các dự án này được dùng để đánh giá rủi ro nhưng tỷ suất này được

nhìn từ quan điểm của nhà ĐT chứ không phải rủi ro thực của dự án (Brealey và Myers, 1988). Chi phí vốn của DN được xác định bởi thị trường tài chính và có tính ngoại sinh. Vì vậy, DN không có bất cứ lựa chọn nào để tác động đến CPV.

** Mô hình gia tốc đầu tư (Accelerator model)*

Mô hình gia tốc ĐT được cho là bắt đầu bởi nghiên cứu của Clark, ông giải thích rằng “*nhu cầu về vốn ĐT thay đổi, không phải với nhu cầu của sản lượng, mà là mức tăng tốc của nhu cầu đó*” (Clark, 1917). Mô hình của Clark có thể xem là mô hình gia tốc đơn giản khi giải thích ĐT như là việc tăng sản lượng và giả định rằng nguồn vốn có thể có được tại mỗi giai đoạn. Cũng chính vì mô hình này không đề cập đến các yếu tố khác như: rủi ro ĐT, lợi nhuận, các yếu tố tài chính,... nên về sau mô hình gia tốc đơn giản đã được phát triển lên thành mô hình gia tốc linh hoạt. Gọi là mô hình gia tốc linh hoạt vì nó cho phép nghiên cứu thêm các biến liên quan bao gồm cả các biến về rủi ro và sự không hoàn hảo của thị trường.

** Lý thuyết Tobin's Q*

Chỉ số Tobin's Q lần đầu tiên được giới thiệu bởi Nicholas Kaldor (1966) trong nghiên cứu "Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Distribution: Comment on Samuelson and Modigliani (Năng suất cận biên và các lý thuyết kinh tế vĩ mô về phân phối: Nhận xét về Samuelson và Modigliani)" vào năm 1966. Chỉ số này trở nên phổ biến sau nghiên cứu của James Tobin (1969). Mô hình Q được dùng để nghiên cứu về các kỳ vọng về DN không thể quan sát được trong nghiên cứu bằng cách giả định rằng chúng sẽ được phản ánh đầy đủ bởi giá trị thị trường của vốn cổ phần. Các nghiên cứu hầu như sử dụng tỷ lệ giá trị thị trường và giá trị sổ sách của DN để tính toán Q:

$$Tobin's Q = \frac{\text{Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu} + \text{Giá trị sổ sách của nợ}}{\text{Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu} + \text{Giá trị sổ sách của nợ}}$$

Khi chỉ số Q lớn hơn 1 thì ngụ ý rằng DN đang được kỳ vọng có giá trị cao hơn trong tương lai, điều này sẽ khuyến khích DN ĐT nhiều hơn. Ngược lại, khi

$0 < \text{Tobin's } Q < 1$ thì nhà ĐT không đánh giá cao khả năng có lợi nhuận của DN và DN được cho là sẽ bị giảm giá trị. Các mô hình sử dụng chỉ số Tobin's Q như một công cụ để kiểm chứng khả năng của DN trong việc tận dụng các cơ hội ĐT.

2.2.2. Hạn chế tài chính và các yếu tố gây ra hạn chế tài chính của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết

2.2.2.1. Khái niệm hạn chế tài chính, doanh nghiệp bị hạn chế tài chính

Hạn chế tài chính là trạng thái khan hiếm, thiếu hụt nguồn lực tài chính. Trên TTV, HCTC là trạng thái khan hiếm, thiếu hụt nguồn cung hàng hóa vốn và những sai lệch của thị trường làm cho hàng hóa vốn lại khan hiếm giả tạo, làm hạn chế sự tiếp cận các nguồn vốn trên TTV, mức CPV cao hoặc thiếu công bằng giữa các nhóm DN, chủ thể kinh tế trong tiếp cận các nguồn vốn trên TTV.

Theo, Fazzari và cộng sự (1988), “DN bị HCTC gặp hiện tượng ĐT có "độ nhạy quá mức" với chuyển động trong dòng tiền”. Còn theo Kaplan và Zingales (1997), "Các DN bị HCTC phải đối mặt với sự khác biệt về chi phí giữa việc huy động vốn từ bên trong và bên ngoài”. Carreira và Silva (2010), lại cho rằng HCTC của DN là "Sự không có khả năng để huy động được lượng vốn cần thiết cho tăng trưởng tối ưu của DN”.

Nhìn chung, các nghiên cứu trước đều thống nhất rằng DN bị HCTC thường khó tiếp cận nguồn vốn bên ngoài và phải dựa vào các nguồn tài chính nội bộ để thực hiện các dự án ĐT. Từ đó giả định trên, các nghiên cứu về HCTC thường dùng dòng tiền từ hoạt động SXKD (có thể là lợi nhuận sau khi thực hiện các nghĩa vụ tài chính, thuế) để nghiên cứu.

Tóm lại, hạn chế tài chính là tình trạng các DN không được tiếp cận hay phải tiếp cận nguồn vốn bên ngoài với chi phí cao. Hạn chế tài chính có thể xuất phát từ các vấn đề nội tại của DN, từ thị trường hay từ các yếu tố kinh tế vĩ mô.

2.2.2.2. Các yếu tố gây ra HCTC và sự ảnh hưởng đến quyết định ĐT của DN phi tài chính đã niêm yết

1) Dòng tiền

Dòng tiền là yếu tố cơ bản để các nghiên cứu xác định DN có bị HCTC hay không. Lập luận cơ bản trong các nghiên cứu là khi gặp khó khăn trong việc tìm kiếm nguồn vốn bên ngoài thông qua nợ hay VCSH, DN thường tập trung sử dụng các nguồn vốn nội bộ của DN. Nguồn vốn này được hình thành từ hoạt động SXKD của DN. Theo đó, nếu có dòng tiền dồi dào thì DN có tiềm lực để thực hiện các cơ hội ĐT, do CPV cho các dự án ĐT là thấp hơn khi huy động vốn từ bên ngoài. Vậy nên, trong quản lý DN thì nguồn vốn nội bộ của DN luôn được ưu tiên sử dụng trước để tài trợ cho các dự án ĐT. Vì lý do đó mà các DN có dòng tiền thấp thì sẽ ĐT ít hơn. Khi các DN này muốn ĐT mở rộng kinh doanh phải chấp nhận các nguồn vốn từ bên ngoài có chi phí cao hơn, và từ đó phải tiến hành các dự án có tính rủi ro cao hơn để tạo ra lợi nhuận chi trả cho CPV. Việc chấp nhận thực hiện các dự án có tính rủi ro cao hơn không phải lúc nào cũng đem lại kết quả tốt và có thể phải chịu các hậu quả khác nếu như không chi trả được CPV bên ngoài. Vì vậy, các DN sẽ phải cân nhắc, cẩn thận hơn trong việc lựa chọn có nên ĐT mới hay không và lựa chọn các dự án nào để có thể tối ưu hóa dựa trên nguồn vốn cụ thể.

Tuy nhiên, biên độ giao động của dòng tiền cũng là một yếu tố tác động đến ĐT. Theo Minton và Schrand (1999), nếu dòng tiền có biên độ giao động lớn thì ĐT của DN sẽ thấp hơn các DN có biên độ giao động ổn định. Việc dòng tiền có biên độ giao động cao khiến các nhà ĐT đánh giá hoạt động kinh doanh của DN không ổn định, có rủi ro cao hơn, từ đó yêu cầu các DN này trả CPV cao hơn. Do vậy, các DN có biên độ giao động của dòng tiền cao sẽ khó tìm được nguồn vốn tài trợ cho các dự án ĐT.

2) Quy mô DN

Nhìn chung, quy mô DN được chứng minh là có ảnh hưởng đến việc DN có thể tìm kiếm được các nguồn tài chính từ bên ngoài trong nhiều nghiên cứu. Một nguyên nhân được cho là các DN nhỏ có ít thông tin khi kêu gọi ĐT từ bên ngoài cũng như mức độ tin cậy về tài chính thấp nên thường phải chấp nhận các mức LS cao. Chính vì vậy, các DN nhỏ được coi là nhạy cảm hơn với sự biến động của dòng tiền so với các DN lớn hơn do các DN này bị phụ thuộc vào nguồn tiền từ hoạt động kinh doanh của mình. Trong khi đó, các DN lớn có đủ tiềm lực tài chính để tìm kiếm các nguồn vốn tài chính hoặc làm cơ sở để có thể thỏa thuận được các khoản vốn có chi phí vừa phải.

Theo Marina và Huey Chyi (2012), các DN lớn có thể có khả năng điều chỉnh hoặc trì hoãn dự án ĐT của mình khi gặp bất kỳ khó khăn nào về tài chính. Raff và Ryan (2008) nhận thấy rằng quy mô DN mẹ không có ảnh hưởng đến quyết định ĐT ban đầu của DN con. Nhưng quy mô DN được coi là một nhân tố đóng góp quan trọng có ảnh hưởng đáng kể trong giai đoạn đầu của việc ĐT, hàm ý rằng các DN lớn có khả năng thực hiện nhiều dự án ĐT hơn các DN nhỏ hơn. Điều này cho thấy rằng yếu tố quyết định đến quyết định ĐT thay đổi qua các giai đoạn ĐT.

3) Tỷ lệ nợ (Debt ratio)

Trong một thị trường hoàn hảo thì Modigliani và Miller (1958) cho rằng nợ không ảnh hưởng đến CPV vậy nên DN có tăng tỷ lệ nợ của mình thì cũng không ảnh hưởng đến hoạt động ĐT. Tuy nhiên, các nghiên cứu sau này đã chứng minh thị trường tài chính là không hoàn hảo, ở đó luôn xuất hiện các yếu tố khiến cho việc tìm kiếm nguồn vốn từ bên ngoài của DN trở nên khó khăn.

Các nhà cung cấp vốn đánh giá tỷ lệ đòn bẩy cao của các DN như một chỉ số để xác định DN có nhiều rủi ro do điều này trực tiếp ảnh hưởng đến khả năng trả nợ. Do có rủi ro cao nên các nhà cấp vốn sẽ yêu cầu DN phải trả các khoản phí cao để tiếp cận nguồn vốn. Chi phí tiếp cận các nguồn tài chính từ bên ngoài cao

đóng một vai trò quan trọng trong các quyết định ĐT của DN. Khi chi phí tài chính bên ngoài của DN quá cao, các DN sẽ hy sinh cơ hội ĐT để đảm bảo sự an toàn về tài chính (Franklin và Muthusamy, 2011). Theo Marina và Huey Chyi (2012), có mối quan hệ cùng chiều giữa ĐT của DN và mức đòn bẩy của DN, đặc biệt đối với các DN nhỏ hơn. Điều này là do sự hạn chế của dòng tiền mặt nội bộ và chi phí cho các nguồn tài chính bên ngoài, nhất là đối với các DN nhỏ hơn.

Tỷ lệ nợ là một yếu tố để các nhà cung cấp vốn đánh giá khả năng tài chính của DN, từ đó xác định có nên cấp vốn cho DN hay không và với chi phí nào. Việc ĐT của DN có đòn bẩy cao được đánh giá tác động mạnh hơn tới dòng tiền so với DN có mức nợ thấp hơn. Nhất là với các DN có lưu lượng tiền mặt hoặc quỹ dự trữ tiền mặt thấp thì không dễ tiếp cận TTV bên ngoài. Khi mà tình hình kinh doanh không khả quan, dòng tiền có xu hướng giảm dần buộc DN phải giảm bớt các khoản ĐT để đáp ứng các nghĩa vụ nợ. Do đó, mức độ đòn bẩy cao có tác động đến quyết định ĐT của DN.

Một nghiên cứu khác về ảnh hưởng của nợ trong các DN nhà nước (DNNN) cũng xác định được ảnh hưởng tiêu cực của nợ đến ĐT. Bao (2010), đã quan sát được tình trạng các DNNN có cơ hội phát triển và lợi nhuận kỳ vọng cao nhưng các DN có tỷ lệ nợ cao thì ĐT lại giảm trong khi các DN có đòn bẩy thấp lại thực hiện các dự án ĐT tốt hơn.

4) Cơ hội tăng trưởng của DN (Tobin's Q)

Tobin's Q là một phép đo phổ biến cho cơ hội ĐT của DN. Hệ số q của mỗi DN được xác định bởi giá trị thị trường của DN so với giá trị sổ sách của DN. Hệ số này thể hiện đánh giá của các nhà ĐT trên thị trường về triển vọng về giá trị trong tương lai của DN. Khi $q > 1$ thì DN được kỳ vọng là sẽ gia tăng ĐT và tăng giá trị của mình trong khi $q < 1$ thì DN được dự đoán là sẽ làm ăn thua lỗ và sẽ giảm giá trị trong tương lai. Tuy nhiên, lý thuyết này cũng sử dụng giả định thị trường hoàn hảo nên chưa chắc đã phản ánh được chính xác thực trạng trên thị trường,

nhất là ở các thị trường còn đang phát triển như Việt Nam. Trong công trình nghiên cứu của Fazzari và cộng sự (1988), nghiên cứu thực nghiệm đã kiểm tra giả thuyết rằng nếu tài chính bên ngoài có sẵn mà không có hạn chế, thì quyết định ĐT của một DN nên được quyết định bởi cơ hội ĐT của nó, thường được đo bởi Tobin's Q (chứ không phải từ nguồn lực nội tại), và dòng tiền của một DN.

Tuy nhiên, không phải lúc nào chỉ số Q cũng phản ánh chính xác như mong đợi. Trong nghiên cứu của Ameer (2014), một số DN lớn có một mối quan hệ ngược chiều đáng kể giữa ĐT và chỉ số Q. Nghiên cứu của Hoshi và Kashyap (1990), chỉ ra rằng việc sử dụng hệ số Tobin'Q khi nghiên cứu về ĐT không còn đúng cho Nhật Bản trong giai đoạn bong bóng bất động sản. Hovakimian (2011) thì cho rằng chỉ trong thời kì khủng hoảng thì dòng tiền mới được sử dụng vào các dự án có triển vọng cao còn trong thời kỳ kinh tế phát triển chỉ số này không giải thích được nhiều.

5) Doanh thu thuần (Sales)

Doanh thu thuần được sử dụng như một biến để giải thích cho việc ĐT của DN, biến này chủ yếu được dùng để đo lường quy mô DN. Theo các nghiên cứu của Aivazian và cộng sự (2005), Byoun (2011), Franklin và Muthusamy (2011), Okuda và Nhung (2102), doanh thu có tác động cùng chiều với ĐT của DN. Các DN lớn, có nguồn doanh thu lớn, ổn định là một trong các yếu tố cơ bản để các nhà ĐT cung cấp vốn, từ đó thúc đẩy gia tăng ĐT để tăng lợi nhuận DN. Các DN nhỏ thường bị đánh giá là khó có khả năng trả chi phí cho các khoản vốn nên khó có thể tiếp cận các nguồn vốn do đó ĐT mới cũng bị ảnh hưởng.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu là một biến khác được phát triển từ biến doanh thu. Tốc độ tăng trưởng doanh thu cao được cho là sẽ thúc đẩy DN gia tăng ĐT để mở rộng sản xuất. Nghiên cứu của Hovakimian và Titman (2003), cho thấy tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực đến dòng tiền sử dụng cho việc ĐT

của DN. Nhưng biến này cũng cho kết quả ngược lại trong nghiên cứu của Đinh Thị Kim Loan (2012).

6) DT năm trước

Do DT có tính chu kỳ và các dự án DT thường kéo dài qua nhiều năm nên DT của các năm trước được cho là có tác động đến DT của thời điểm hiện tại. Nếu DT năm trước tăng thì DT năm sau sẽ có xu hướng tăng. Điều này đã được kiểm nghiệm bởi các nghiên cứu của Bond và Meghir (1994), Chatelain và cộng sự (2000), Agung (2000), Laeven (2002).

7) Cơ chế, chính sách và sở hữu nhà nước đối với các loại hình DN trong quản lý TTV

Tại các nước phương tây, nhà nước thường ít can thiệp trực tiếp vào thị trường và thường để các DN được tự do cạnh tranh. Nhưng tại một số nước như Nhật Bản, Hàn Quốc hay Trung Quốc thì nhà nước có nhiều giai đoạn can thiệp trực tiếp vào thị trường để thúc đẩy sự phát triển của một nhóm các DN nào đó. Ví dụ như Hàn Quốc tập trung phát triển các tập đoàn lớn (chaebol); hay Trung Quốc phát triển các DNNN trong giai đoạn hiện nay. Đã có các nghiên cứu về vấn đề này ở một số nước, như: Hoshi, Kashyap và Scharfstein (1991) ở Nhật Bản; Laeven (2002) ở Hàn Quốc; Chen và cộng sự (2011) ở Trung Quốc hay Okuda và Nhung (2012) ở Việt Nam.

Nghiên cứu về các DN ở Việt Nam trong giai đoạn 2006-2009 của Okuda và Nhung (2012), đã cung cấp một số kết luận về ảnh hưởng trực tiếp của nhà nước đến DT của DN. Nghiên cứu này điều tra cấu trúc vốn và hoạt động DT của các DN được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội và Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, nhất là so sánh các DN sở hữu chủ yếu bởi nhà nước và các DN không sở hữu bởi nhà nước, rút ra một số kết luận quan trọng: Thứ nhất, các DNNN có tỷ lệ nợ cao hơn các DN thuộc các thành phần kinh tế khác, ngụ ý rằng các DN này có thuận lợi trong việc giảm chi phí đại diện, từ đó

dễ dàng tiếp cận nguồn vốn. Thứ hai, các DN niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh ít phụ thuộc vào vốn vay hơn so với những DN niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Điều kiện niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh được coi là nghiêm ngặt hơn so với của Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, dường như đã làm giảm nhẹ vấn đề bất cân xứng thông tin giữa các DN và các nhà ĐT bên ngoài và giảm chi phí đại lý khi tiếp cận nguồn vốn. Thứ ba, đòn bẩy càng cao thì ĐT của DN càng giảm. Kết luận này cho thấy nợ đóng một vai trò trong việc ngăn chặn ĐT quá mức. Tuy nhiên, mối quan hệ này yếu hơn đối với các DN niêm yết được sở hữu bởi nhà nước, mặc dù các DN này có đòn bẩy tài chính cao hơn, điều này ngụ ý rằng họ ít bị giám sát chặt chẽ bởi các ngân hàng có vốn nhà nước hơn là các loại hình DN khác.

Nghiên cứu của Chen và cộng sự (2011) sử dụng mẫu dữ liệu từ các DNPTC đã niêm yết ở Trung Quốc trong giai đoạn 2001-2006 để kiểm chứng mối quan hệ giữa sự can thiệp của Chính phủ và ĐT cũng như hiệu quả của hoạt động ĐT. Nghiên cứu này đã chỉ ra rằng hiệu quả ĐT của các DNNN thấp hơn so với các DN tư nhân khá. Điều này được biểu hiện qua độ nhạy thấp giữa chi phí cho ĐT và cơ hội ĐT của DNNN. Thêm nữa, đối với các DNNN, nghiên cứu tìm thấy một tác động tiêu cực đáng kể giữa kết nối chính trị đối với ĐT, nhưng không có tác động này ở các DNTN. Điều này là do sự can thiệp của Chính phủ vào các DNNN thông qua bổ nhiệm các chức vụ quản lý phù hợp với các mối quan hệ chính trị. Thứ ba, tác động tiêu cực của các kết nối chính trị thể hiện chủ yếu ở các DNNN được kiểm soát bởi chính quyền địa phương. Như vậy, dù trực tiếp hay gián tiếp tác động tới hoạt động của DN thông qua các chính sách, điều luật hay bổ nhiệm các vị trí quản lý thì nhà nước có thể làm ảnh hưởng tốt hay xấu đến hoạt động hay cụ thể là việc ĐT của DN (Chen và cộng sự, 2011).

2.3. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ TÁC ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG VỐN ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM YẾT TRONG BỐI CẢNH HẠN CHẾ TÀI CHÍNH

2.3.1. Các quan điểm lý thuyết về tác động của chi phí vốn đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp và phương pháp tính

2.3.1.1. Các quan điểm lý thuyết về tác động của chi phí vốn đến đầu tư của doanh nghiệp

Theo thuyết tân cổ điển thì lượng vốn mong muốn của DN là phụ thuộc vào mức sản lượng và chi phí thuê vốn (rental cost of capital). Mức sản lượng ở đây là mức sản lượng kỳ vọng trong tương lai của dự án ĐT. Chi phí thuê vốn được xác định bởi LS trên các khoản vay (được xác định bằng thị trường tài chính), tỷ lệ lạm phát kỳ vọng, tỷ lệ khấu hao của tài sản và các khoản thuế. Nếu LS trên các khoản vay tăng thêm thì chi phí thuê vốn của DN cũng tăng thêm, qua đó làm giảm tỷ lệ lãi và làm giảm mức ĐT. Có thể thấy CPV của DN có tính ngoại vi và không bị ảnh hưởng bởi các quyết định tài chính của DN và DN có thể vay vốn bất cứ lúc nào khi có thể làm ra lợi nhuận.

Theo lý thuyết của Keynes (1936) khi nghiên cứu về mối quan hệ giữa tài chính và ĐT của thị trường cạnh tranh hoàn hảo thì chi phí biên hiệu quả bằng với LS trong điều kiện không có rủi ro. Nhưng trong trường hợp xuất hiện các rủi ro cơ bản, hiệu quả cận biên của vốn phải lớn hơn LS để bù đắp các rủi ro của người vay và người cho vay. Người đi vay thì kỳ vọng là LS sẽ thấp hơn để bù đắp vào rủi ro thua lỗ, thanh khoản hay không đạt được các kỳ vọng như mong muốn. Trong khi đó thì người cho vay đòi hỏi một khoản phí bảo hiểm để đảm bảo việc bị phá sản hoặc các rủi ro thanh khoản tài sản. Điều này đã làm chi phí LS của bên cần vay chưa chắc đã bằng với yêu cầu của bên cho vay.

Theo lý thuyết Modigliani và Miller (1958), gọi tắt là lý thuyết M&M, CPV độc lập với cấu trúc tài chính của DN trong điều kiện thị trường hoàn hảo mặc dù

có rủi ro. Khi so sánh với Thuyết của Keynes thì Lý thuyết M&M có thêm nhiều cải tiến. Một mặt, Lý thuyết M&M chứng minh giả định của Keynes về cấu trúc tài chính của DN, ít nhất là cho đến khi các vấn đề về người đại diện và thông tin bất đối xứng được giới thiệu. Mặt khác, M & M ủng hộ việc loại rủi ro thanh khoản khi nghiên cứu rủi ro của người đi vay. Phí bảo hiểm rủi ro thanh khoản bị loại khỏi phân tích quyết định ĐT và trở thành một phần của lý thuyết tiền tệ, rồi sau này bị loại bỏ hoàn toàn bởi Tobin (1969). Một đóng góp nữa của Lý thuyết M&M là chuyển trọng tâm nghiên cứu từ hiệu quả cận biên của vốn sang chi phí vốn, nên sự khác biệt giữa các tài sản đã bị loại bỏ.

Lý thuyết thông tin bất đối xứng (Asymmetric information - AI) chỉ rõ tầm quan trọng của việc tiếp nhận thông tin không đầy đủ và tập trung vào hành vi có thể phát sinh từ sự không có đầy đủ thông tin của người đại diện của DN. Thông tin bất đối xứng dẫn đến các vấn đề về lựa chọn bất lợi và nguy cơ đạo đức (moral hazard). Stiglitz and Weiss (1981) đề xuất rằng LS ảnh hưởng đến rủi ro của vốn vay thông qua lựa chọn bất lợi và nguy cơ đạo đức. Lựa chọn bất lợi là người cho vay không thể phân biệt những người đi vay theo mức độ rủi ro của dự án. Rủi ro đạo đức có nghĩa là người đi vay thực hiện các dự án có rủi ro cao hơn với vốn vay hơn là khi họ ĐT bằng tiền của chính họ.

Lý thuyết về cơ cấu vốn DN (dựa trên cơ sở lý thuyết M&M). Modigliani và Miller (1963), đã bổ sung nghiên cứu vào năm 1958 khi họ tích hợp thêm hiệu ứng thuế vào công thức tính chi phí vay nợ. Khi đó, DN sẽ được lợi hơn do có CPV thấp hơn do sử dụng được lá chắn thuế. Theo kết luận này, cấu trúc vốn có liên quan đến giá trị DN, khi sử dụng càng nhiều nợ thì giá trị DN càng tăng. Tuy nhiên, chi phí cho VCSH được cho là gia tăng do việc sử dụng càng nhiều nợ thì càng gây rủi ro cho DN nên CPV bình quân là gần như không đổi. Lý thuyết này còn nhiều hạn chế khi bỏ qua các nhân tố có thể ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính như rủi ro vỡ nợ, chi phí giao dịch... Việc tăng cường sử dụng nợ cũng bị phê

phán bởi Weston (1963) khi ông chứng minh trong nghiên cứu của mình là sử dụng quá nhiều nợ sẽ làm giảm sự tăng trưởng của DN.

Lý thuyết của M&M tuy có một số hạn chế nhưng là cơ sở để phát triển lý thuyết về cấu trúc vốn của DN. Sau này, các nhà nghiên cứu đã phát triển các công thức tính CPV thông qua cấu trúc vốn. Trong đó, phương pháp tính CPV bình quân theo trọng số (Weighted Average Cost of Capital - WACC) được sử dụng rộng rãi và phổ biến nhất. WACC được gọi là ‘công thức điển hình’. Trong nhiều thập kỷ, CPV của DN đã được tính toán theo WACC, công thức này cũng đã được sử dụng trong các tài liệu để nghiên cứu và giảng dạy (Brealey và cộng sự, 2006; Benninga, 2008; Koller và cộng sự, 2010; Ross và cộng sự, 2008; Berk và DeMarzo, 2011; Chyi và Tien, 2014). WACC được tính như sau:

$$WACC = \frac{E}{V} * R_e + \frac{D}{V} * R_d * (1 - T_c)$$

Trong đó,

R_e = Chi phí VCSH

R_d = chi phí nợ

E = giá trị thị trường của VCSH

D = giá trị thị trường của nợ

$V = E + D$ = tổng giá trị thị trường của tài chính của DN (VCSH và nợ)

E / V = Tỷ lệ phần trăm của VCSH

D / V = Tỷ lệ phần trăm của nợ

T_c = thuế thu nhập của DN

Trong các khảo sát của The Association of Finance Professionals (AFP, 2011) phần lớn các nhà quản lý DN đều lựa chọn WACC để thực hiện các quyết định ĐT. Tuy nhiên, các nghiên cứu trong quá khứ lại tập trung vào sử dụng chỉ

số Tobin's Q để nghiên cứu về ĐT của DN. Do chỉ số Q tồn tại các hạn chế về đo lường nên WACC có thể được dùng cho mô hình nghiên cứu để cho ra số liệu chính xác nhất.

2.3.1.2. Khái quát về phương pháp tính LS trong chi phí nợ và phương pháp tính chi phí vốn chủ sở hữu

***Phương pháp tính LS trong chi phí nợ**

Phương pháp tính toán chi phí nợ đơn giản hơn so với tính toán chi phí VCSH do tính chất của nợ là có LS xác định và DN có nghĩa vụ pháp lý phải trả cho chủ nợ.

Phương pháp phổ biến nhất là sử dụng khoản tiền thực tế của khoản nợ mà DN đang sử dụng. Đây là phương pháp đơn giản để tính toán và dễ giải thích. Tuy nhiên, chi phí nợ được tính theo cách này bị cho là không phản ánh đúng LS trên thị trường. Một phương pháp khác là nghiên cứu có thể sử dụng bình quân các khoản nợ của DN. Phương pháp này chỉ tính xấp xỉ chi phí nợ của DN nhưng vẫn phản ánh được tình trạng của thị trường.

***Phương pháp tính chi phí vốn chủ sở hữu**

Việc lựa chọn LS tính chi phí vốn chủ sở hữu khá đơn giản trong quá khứ. Cách tiếp cận phổ biến nhất theo truyền thống là sử dụng LS hiện tại hay LS dự kiến của trái phiếu Chính phủ (TPCP), do Chính phủ thường được cho là không có khả năng phá sản. Tuy nhiên, sau cuộc khủng hoảng tài chính 2008 – 2009 thì việc lựa chọn LS này đã thay đổi.

Vấn đề đầu tiên là nghiên cứu nên dựa vào LS ngắn hạn hay dài hạn của TPCP. LS ngắn hạn được cho là phù hợp với mô hình CAPM vì ít chịu rủi ro phá sản và ít chịu tác động của biến động về LS. LS ngắn hạn đã được dùng trong các nghiên cứu cho đến khi các ngân hàng trung ương ở Mỹ và Châu Âu sử dụng LS bằng 0 hoặc âm. Từ đó, LS dài hạn đã được sử dụng rộng rãi hơn trong các nghiên cứu.

Có thể thấy DN sẽ tối đa hóa giá trị của mình bằng cách quyết định DT vào các dự án cho đến khi lợi nhuận kỳ vọng bằng với CPV của DN. Khi DN có CPV thấp thì họ sẽ có nhiều dự án để lựa chọn DT, trong khi đó, nếu có CPV cao thì DN phải tìm đến các dự án có rủi ro cao. Trong đấy, chi phí nợ của DN sẽ phụ thuộc vào LS cho vay trên thị trường. Chi phí VCSH phụ thuộc vào kỳ vọng của nhà DT, nhưng chi phí dạng này sẽ luôn cao hơn chi phí nợ trong thị trường không hoàn hảo. Nhìn chung, có nhiều phương pháp để lựa chọn mức LS và tính CPV, nhưng trong luận án này, tác giả sử dụng LS cho vay dài hạn để tính CPV CSH của DN vì đây là mức LS thấp nhất mà nhà DT có thể chấp nhận khi tham gia vào TTV chủ sở hữu.

2.3.2. Cơ chế tác động, các kênh tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết

2.3.2.1. Cơ chế tác động của thị trường vốn thông qua lãi suất quyết định đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết theo kênh thị trường nợ

Theo Irving Fisher (1930): “LS là cầu nối giữa thu nhập và vốn.” Và “LS là tỷ lệ phần trăm giữa số tiền phải trả trên số vốn vay mượn sau một năm.”. Hay theo quan điểm của Robert J.Gordon (1994): “LS là tỷ lệ phần trăm mà người đi vay phải trả cho người cho vay. LS được đề cập đến như một tỷ lệ mà DN phải trả để sử dụng một khoản vay nợ nào đấy. Trong nền kinh tế thị trường, LS chủ yếu được hình thành trên cơ sở quan hệ cung - cầu. LS là một đại lượng để tính chi phí nợ của DN.

Chi phí nợ đề cập đến tỷ lệ mà một DN trả cho khoản nợ hiện tại của nó. Trong hầu hết các trường hợp, chi phí nợ này đề cập đến chi phí nợ sau thuế, nhưng nó cũng có nghĩa là chi phí nợ của DN trước khi tính thuế. Có sự khác biệt về chi phí nợ trước và sau thuế là do việc trả lãi được trừ khỏi thu nhập DN trước khi tính thuế.

Trong hầu hết các nghiên cứu kinh tế vĩ mô thì LS cao sẽ làm giảm ĐT của DN. Các mô hình nghiên cứu kinh tế vĩ mô khác nhau đều dựa vào mối quan hệ này làm nền tảng. Thuyết tân cổ điển đã coi LS là một công cụ để xác định CPV cần thiết cho DN, tuy nhiên theo các nghiên cứu theo thuyết này thì Chính phủ không nên tác động đến LS mà để tự thị trường điều chỉnh. Lý thuyết Keynes đã phản bác lại điều này và lập luận rằng, Chính phủ có thể can thiệp vào nền kinh tế để tạo ra nhu cầu lớn trên thị trường, ví dụ như tăng chi tiêu, giảm LS... Giữ LS thấp là một nỗ lực để kích thích kinh tế bằng cách khuyến khích các DN và cá nhân vay thêm tiền. Khi vay được khuyến khích, các DN và cá nhân thường tăng chi tiêu của họ và tạo ra lượng cầu rồi rào trên thị trường. Chính các chi tiêu mới này kích thích nền kinh tế chứ không phải việc giảm LS lúc nào cũng cải thiện nền kinh tế. Các nhà kinh tế học theo trường phái Keynes coi việc giảm LS như một biện pháp kích thích kinh tế tăng trưởng nhưng họ thường không khuyến khích giảm LS gần về không. Nếu LS gần về không mà không đem lại kết quả tích cực nào thì việc điều chỉnh LS là không hiệu quả và nên dùng các chính sách khác.

Thị trường nợ làm ảnh hưởng đến HCTC của DN thông qua việc các nhà cung cấp vốn thường sẽ ưu tiên một nhóm các DN có cùng một đặc điểm. Khi đó, các DN được ưu tiên sẽ được tiếp cận nguồn vốn và với chi phí thấp. Ví dụ, các DN lớn có xu hướng trả LS thấp hơn cho các khoản nợ của họ so với các DN nhỏ. Điều này là do DN lớn được đánh giá là ít có khả năng phá sản và do đó được coi là ít rủi ro hơn bởi các chủ nợ (Dunne và cộng sự, 1988; Rose và cộng sự, 2016). Ngoài ra, LS còn ảnh hưởng trực tiếp tới việc chi trả các khoản vay nợ của DN trên thị trường. Qua đó, làm ảnh hưởng đến dòng tiền thực mà DN có thể tự do sử dụng cho các dự án ĐT. Khi LS tăng thì DN phải chi trả cho nợ nhiều hơn, dòng tiền của DN sẽ ít đi, khi đó DN sẽ hạn chế việc ĐT. Trong khi LS giảm thì dòng tiền sẽ tăng lên giúp cho DN có nhiều phương án ĐT hơn.

Ngoài ra, việc hưởng LS cao hay thấp cũng trực tiếp tác động đến dòng tiền của DN – được làm đại diện để đo lường HCTC. LS cao sẽ khiến DN phải chi trả

hiều tiền cho việc vay nợ và có dòng tiền thấp, qua đó làm giảm nguồn vốn cho các dự án tiềm năng của DN.

Chính phủ cũng đóng vai trò quan trọng trong việc điều tiết LS trên thị trường thông qua việc xây dựng các luật, các chính sách tiền tệ... Cụ thể chính phủ có thể cung cấp các gói tín dụng cho một số các DN trọng yếu trong nền kinh tế, ban hành các văn bản quy phạm pháp luật để giới hạn trần lãi suất cho vay tối đa để ưu tiên phát triển một số nhóm ngành, lĩnh vực. Bên cạnh đó, Chính phủ còn là người giám sát, xử phạt các đối tượng làm trái quy định, gây ảnh hưởng xấu đến sự ổn định của hệ thống, sửa chữa, hoàn thiện dần các quy định về các tài sản tài chính cho vay mới trên thị trường.

2.3.2.2. Cơ chế tác động của thị trường vốn thông qua lãi suất đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết theo kênh thị trường vốn chủ sở hữu

Cơ chế ảnh hưởng của thị trường VCSH đến HCTC và quyết định ĐT của các DNPTC đã niêm yết cũng giống như thị trường nợ là thông qua LS. Nhưng LS trên thị trường VCSH là LS kỳ vọng của các nhà ĐT vào DN hay đối với DN thì đó là chi phí VCSH. Cơ chế tác động của chi phí VCSH đến ĐT cũng giống như tác động của nợ: Khi CPV tăng thì ĐT giảm.

Chi phí VCSH khó tính toán hơn so với chi phí nợ. Trong khi chi phí nợ được xác định rõ ràng thông qua các hợp đồng thì chi phí VCSH chỉ là các kỳ vọng của nhà ĐT. Chi phí VCSH có thể được coi là chi phí cơ hội nếu như nhà ĐT không sử dụng nguồn vốn vào các công cụ tài chính khác. Nhìn chung, chi phí VCSH trong thị trường không hoàn hảo luôn cao hơn chi phí nợ. Có nhiều lý do để giải thích cho việc này nhưng lý do phổ biến nhất là tài sản đảm bảo và thứ tự phân chia tài sản khi DN phá sản.

Đối với các nhà ĐT, việc giảm LS của các trái phiếu đến một mức nào đó sẽ khiến thu nhập của họ từ nợ không còn hấp dẫn và họ sẽ chuyển dòng tiền sang

TTCK để tìm kiếm các cơ hội ĐT mới. Các nhà ĐT trên TTCK cũng thường ưu tiên các DN có tình hình tài chính tốt, tỷ lệ nợ thấp, cơ hội tăng trưởng cao hay có chia cổ tức... Các DN này thường được coi là có dòng tiền tốt và có thể dễ dàng tiến hành các dự án ĐT trong tương lai. Ngược lại, các DN gặp các vấn đề về HCTC sẽ không nhận được sự ưu tiên này và có thể phải chấp nhận các nguồn vốn có chi phí cao.

Nhiệm vụ chính của Chính phủ trong thị trường VCSH vẫn là ban hành các văn bản, quy định để đảm bảo sự vận hành của thị trường theo hướng công bằng, bình đẳng; hạn chế các biến dị của thị trường; và nhanh chóng cập nhật những vấn đề mới để DN lẫn nhà ĐT có thể tìm đến nhau theo cách nhanh và tiết kiệm chi phí nhất. Trong một số thời điểm khó khăn của nền kinh tế, chính phủ có thể trực tiếp đầu tư hay mua lại các DN trên thị trường để tránh làm các DN này phá sản. Tại một số nước như Đức, Anh, Hoa Kỳ, Chính phủ có thể ngăn cấm một số nhà đầu tư mua lại các DN có vị trí quan trọng trong nền kinh tế hoặc với lý do an ninh. Hay tại một số nước như Trung Quốc, chính phủ còn có thể bắt ép các DN đầu tư để kích thích thị trường. Đó chỉ là những vấn đề đặc thù của từng quốc gia, tuy nhiên, có thể thấy DN được sự hậu thuẫn của Nhà nước luôn có nhiều lựa chọn hơn cho dự án ĐT và đôi khi không hoạt động theo quy luật thị trường (tức là đầu tư không nhất thiết phải có lợi nhuận).

2.4. MÔ HÌNH PHÂN TÍCH, ĐÁNH GIÁ ĐỊNH LƯỢNG TÁC ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG VỐN ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM YẾT TRONG BỐI CẢNH HẠN CHẾ TÀI CHÍNH

2.4.1. Lựa chọn mô hình

Mô hình nghiên cứu của Luận án sử dụng giả thuyết có nguồn gốc từ thuyết tân cổ điển. Mô hình này gần đây được nghiên cứu bằng dữ liệu bảng bởi Bond, và cộng sự (1997), Chirinko và cộng sự (1999) và Mairesse và cộng sự (1999). Việc tối ưu hóa của DN sẽ dẫn đến việc sản phẩm cận biên của vốn sẽ bằng chi

phí vốn. Chi phí vốn là đại diện để nghiên cứu ảnh hưởng của TTV đến quyết định ĐT của DN.

Cũng theo thuyết tân cổ điển thì ĐT cũng phụ thuộc vào mức sản xuất của DN. Vì mục đích chính của việc ĐT là sử dụng vốn sản xuất để tạo ra các hàng hóa khác làm tăng thêm vốn cho xã hội. Ngoài ra ĐT năm trước cũng được cho là ảnh hưởng đến ĐT của các năm sau do nhiều dự án ĐT không được thực hiện ngay lập tức trong một năm. Nghiên cứu Luận án này sử dụng mô hình tự hồi quy phân phối trễ (AutoRegressive Distributed Lag – ARDL), với độ trễ tối ưu là ARDL(4,4,4):

Mô hình nghiên cứu như sau:

$$\begin{aligned} \frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = & \alpha + \beta_1 \frac{I_{i,t-1}}{K_{i,t-2}} + \beta_2 \frac{I_{i,t-2}}{K_{i,t-3}} + \beta_3 \frac{I_{i,t-3}}{K_{i,t-4}} + \beta_4 \frac{I_{i,t-4}}{K_{i,t-5}} + \theta_0 \frac{SALES_{i,t}}{K_{i,t-1}} \quad (1) \\ & + \theta_1 \frac{SALES_{i,t-1}}{K_{i,t-2}} + \theta_2 \frac{SALES_{i,t-2}}{K_{i,t-3}} + \theta_3 \frac{SALES_{i,t-3}}{K_{i,t-4}} \\ & + \theta_4 \frac{SALES_{i,t-4}}{K_{i,t-5}} + \omega_0 UC_{i,t} + \omega_1 UC_{i,t-1} + \omega_2 UC_{i,t-2} \\ & + \omega_3 UC_{i,t-3} + \omega_4 UC_{i,t-4} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

Trong đó:

I là tổng tài sản cố định trong năm

SALE là doanh thu đại diện năng suất sản xuất của DN

UC là chi phí vốn của DN được tính theo công thức sau:

$$UC = \frac{E}{V} * R_e + \frac{D}{V} * (R_d * (1 - T_c)) \quad (2)$$

Ngoài ra, Luận án xem xét mở rộng mô hình nghiên cứu để tìm hiểu ảnh hưởng của HCTC đến quyết định ĐT của DN. HCTC của DN xảy ra khi ĐT của

DN bị phụ thuộc vào nguồn vốn bên trong của DN. Trong mô hình nghiên cứu thì dòng tiền được dùng để làm đại diện để đo ảnh hưởng này. Để phù hợp với các mô hình nghiên cứu trước thì dòng tiền sẽ được tính theo tỷ lệ với vốn cổ phần hiện có của DN.

Trong Luận án này, tác giả còn phân loại các DN dựa trên tiêu chí sở hữu đa số của nhà nước để xác định ảnh hưởng của CPV và HCTC đến từng nhóm DN. Điều này là phù hợp với các nghiên cứu của Laeven (2002) ở Hàn Quốc, Hoshi, Okuda và Nhung (2012) ở Việt Nam hay Chen và cộng sự (2011) ở Trung Quốc về vấn đề ảnh hưởng của nhà nước đến các DN.

Mô hình nghiên cứu về HCTC với độ trễ tối ưu là ARDL(4,4,0,1):

$$\begin{aligned} \frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = & \alpha + \beta_1 \frac{I_{i,t-1}}{K_{i,t-2}} + \beta_2 \frac{I_{i,t-2}}{K_{i,t-3}} + \beta_3 \frac{I_{i,t-3}}{K_{i,t-4}} + \beta_4 \frac{I_{i,t-4}}{K_{i,t-5}} + \theta_0 \frac{SALES_{i,t}}{K_{i,t-1}} \\ & + \theta_1 \frac{SALES_{i,t-1}}{K_{i,t-2}} + \theta_2 \frac{SALES_{i,t-2}}{K_{i,t-3}} + \theta_3 \frac{SALES_{i,t-3}}{K_{i,t-4}} \\ & + \theta_4 \frac{SALES_{i,t-4}}{K_{i,t-5}} + \omega_0 UC_{i,t} + \delta_0 \frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \delta_1 \frac{CF_{i,t-1}}{K_{i,t-2}} + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

Với CF là Lợi nhuận sau thuế

Mô hình tự hồi quy phân phối trễ (AutoRegressive Distributed Lag – ARDL) rất phù hợp để phân tích các kịch bản kinh tế. Trong một nền kinh tế thì sự thay đổi của một biến số bất kỳ cũng có thể gây tác động đến một biến số khác trong các thời điểm trong tương lai. Sự thay đổi này không chỉ có tác động ngay lập tức mà còn có thể được phân phối qua các giai đoạn trong thời gian. Ví dụ, một dự án ĐT của DN có thể kéo dài trong nhiều năm hay tình hình tài chính của DN trong các năm trước có thể khiến cho nhà quản lý tiến hành mở rộng hoặc giảm hoạt động SXKD. Ưu điểm chính của mô hình ARDL là khả năng có thể phân tích các biến có thứ tự tác động khác nhau (Pesaran và Pesaran, 1997). Một ưu điểm khác của phương pháp này là khả năng kiểm tra mức độ trễ của các biến

để mô hình hóa dữ liệu cụ thể. Về điều kiện áp dụng, mô hình ARDL không yêu cầu phải kiểm tra nghiệm đơn vị (Unit Root) để kiểm định một chuỗi thời gian là dừng hay không dừng và dùng để kiểm nghiệm mối quan hệ theo thời gian giữa các biến. Nhưng các nghiên cứu vẫn tiến hành kiểm nghiệm Unit Root để xác định tính tích hợp của các quan sát. Nếu số liệu thống kê F (F-statistics trong Wald test) chỉ ra rằng có một mối quan hệ đơn nhất theo thời gian và mẫu số liệu là nhỏ và hữu hạn thì mô hình ARDL trở lên hiệu quả hơn. Đây là mô hình có thể giúp tác giả Luận án mô phỏng tác động của sự thay đổi LS đến ĐT của DN trong nhiều quý tiếp theo. Tuy nhiên, mô hình này phụ thuộc vào việc chọn mức độ trễ trong mô hình, nhất là ở các mẫu nghiên cứu nhỏ.

2.4.2. Giải thích biến và đặt giả thuyết nghiên cứu

2.4.2.1. Biến phụ thuộc (I/K)

Biến ĐT của DN (I/K) trong nghiên cứu được đo lường như sau:

$$I/K = \text{Tổng tài sản cố định} / \text{tổng tài sản}$$

ĐT ở đây được hiểu là việc gia tăng mua sắm các tài sản cố định như bất động sản, nhà máy, thiết bị; ở các DN đang gặp bất lợi về hoạt động kinh doanh thì là việc thanh lý các tài sản trên. Việc ĐT của các DN sẽ được hiểu là mua sắm các tài sản để tạo ra hàng hóa cho xã hội. Cách tính ĐT của nghiên cứu Luận án này là giống với các nghiên cứu trước đó như của (Fazzari và cộng sự, 1988; Gilchrist và Himmelberg, 1995 ; Hovakimian và Titman, 2003).

2.4.2.2. Các biến độc lập

1) Biến doanh thu (SALES)

$$SALES = \text{doanh thu thuần}$$

Doanh thu từ hoạt động SXKD của DN là một yếu tố từ lâu đã được sử dụng để nghiên cứu ĐT của DN. Thường thì các DN khi mở rộng ĐT đều có mong muốn tăng doanh thu, ngược lại tăng trưởng doanh thu lại là một động lực để DN

mở rộng ĐT. Ngoài ra, tăng trưởng doanh thu là một yếu tố để các nhà ĐT đánh giá tình hình sức khỏe và triển vọng phát triển trong tương lai của DN để từ đó xác định có nên cung cấp vốn hay không. Thông thường, các DN nhỏ có doanh thu thấp thì sẽ khó vay mượn vốn để ĐT. Trong khi đó, các DN lớn có doanh thu cao và ổn định thì sẽ dễ dàng huy động vốn hơn. Phần lớn các nghiên cứu đều nhận định rằng doanh thu có quan hệ cùng chiều với ĐT của DN như Aivazian và cộng sự (2005), Franklin và Muthusamy (2011). Trong nghiên cứu Luận án này, tác giả kỳ vọng là doanh thu sẽ có quan hệ cùng chiều với ĐT

Giả thuyết H1: Doanh thu thuần có mối quan hệ cùng chiều với ĐT của DN.

2) Biến dòng tiền (CF)

$CF = \text{Lợi nhuận sau thuế}$

Bắt đầu với nghiên cứu của Fazzari và cộng sự (1988), dòng tiền trở thành một yếu tố quan trọng khi nghiên cứu về tác động của HCTC. Hầu hết các nghiên cứu đều cho rằng DN thường sẽ ưu tiên sử dụng nguồn tài chính nội bộ của DN để tối đa hóa CPV của DN trước khi tìm kiếm các nguồn vốn từ bên ngoài. Do đó, các DN có dòng tiền dồi dào được kỳ vọng là sẽ ĐT nhiều hơn do họ có thể chủ động về nguồn vốn cho các dự án của mình. Các nghiên cứu sử dụng yếu tố này thường kết luận là sẽ có mối quan hệ đồng biến giữa dòng tiền và ĐT của DN như Whited (1992), Gilchrist và Himmelberg (1995), Siegfried (2000). Tuy nhiên, tại các TTV phát triển như ở Mỹ, tác động của dòng tiền đã dần biến mất trong các năm gần đây theo Chen và Chen (2012). Trong Luận án này, sử dụng các đo lường là lợi nhuận sau thuế được dùng để tính toán được lượng tài chính mà DN có thể tự do sử dụng sau khi phải thực hiện các nghĩa vụ về thuế và nợ. Đây chính là nguồn tài chính đầu tiên và có CPV thấp nhất mà DN có thể sử dụng cho các dự án ĐT của mình. Đồng thời, nghiên cứu này cũng dự đoán dòng tiền sẽ có tác động cùng chiều và có ý nghĩa đến ĐT của DN. Điều này có thể dùng để chứng minh sự tồn tại của HCTC ở các DNPTC đã niêm yết tại Việt Nam.

Giả thuyết H2: Có mối quan hệ đồng biến giữa dòng tiền và ĐT của DN.

3) Biến chi phí vốn (UC)

$$UC = \frac{E}{V} * R_e + \frac{D}{V} * R_d * (1 - T_c) \quad (2)$$

Trong đó,

R_e là LS cho vay dài hạn, được dùng để đại diện cho chi phí cơ hội của việc sử dụng vốn của nhà ĐT. Trong nghiên cứu Luận án này, R_e được tính bằng LS cho vay dài hạn. Đây là các xác định thường được sử dụng như trong các nghiên cứu của Chatelain và cộng sự (2000), Kátay và Wolf (2004), Gianni La Cava (2005).

R_d là mức LS, được tính bằng khoản trả lãi phải thanh toán trên tổng nợ. Trong nghiên cứu này, R_d là trung bình LS của các khoản vay mà DN phải trả trong một năm.

E = giá trị sổ sách của VCSH của DN, là đại diện cho giá trị thị trường của VCSH

D = giá trị sổ sách của nợ DN, là đại diện cho giá trị thị trường của nợ

$V = E + D$ = tổng giá trị sổ sách của tài chính của DN (VCSH và nợ)

E / V = Tỷ lệ phần trăm của VCSH

D / V = Tỷ lệ phần trăm của nợ

T_c = thuế thu nhập của DN

Biến CPV là đại diện để nghiên cứu tác động của TTV đến ĐT của DN. Mà cụ thể ở đây là tác động của chi phí để huy động vốn đến ĐT của DN. Các nghiên cứu trước đây đều nhận định là CPV và ĐT luôn có mối quan hệ ngược chiều. Khi mà CPV tăng thì DN sẽ giảm ĐT và ngược lại.

Giả thuyết H3: Có mối quan hệ ngược chiều giữa chi phí vốn và ĐT của DN.

4) Biến cơ chế, chính sách và sở hữu nhà nước đối với các loại hình DN trong quản lý TTV

Đã có nhiều nghiên cứu chứng minh được ảnh hưởng của Chính phủ đến hoạt động của DN. Laeven (2002) cho rằng Chính phủ có thể gián tiếp can thiệp vào việc phân bổ tín dụng cho một nhóm các DN nhất định thông qua việc thay đổi các quy định về LS và quản lý ngân hàng. Trong khi, Okuda và Nhung (2102) chỉ ra rằng các DNNN tại Việt Nam có xu hướng ĐT thấp hơn so với các DN khác. Do đó, tác giả Luận án kỳ vọng là nhóm DNNN sẽ không gặp vấn đề HCTC khi quyết định ĐT so với các DN tư nhân (DNTN). Đầu tiên, nghiên cứu này sẽ sử dụng biến STATE để nghiên cứu liệu ĐT ở các DNNN có khác so với các DN khác không. Nghiên cứu chia các DN trong mẫu dữ liệu thành 2 nhóm dựa trên tỷ trọng sở hữu chính của Nhà nước trong DN.

Trong nghiên cứu này, tác giả Luận án coi các DN có cổ phần sở hữu nhà nước trên 50% là DNNN – hay DN do nhà nước chi phối, bởi vì nhà nước có thể trực tiếp tác động đến vấn đề quản lý, kinh doanh của nhóm các DN trên (Theo Luật DN năm 2005, Luật DN năm 2020). Sau đó, nghiên cứu sử dụng phương trình (3) để tiến hành nghiên cứu sự tác động đến hai nhóm đối tượng (DNNN và DNTN). Tác giả kỳ vọng, quyết định ĐT của nhóm các DNNN sẽ ít bị chịu tác động bởi dòng tiền cũng như CPV so với các DNTN.

5) Biến quy mô DN

Quy mô DN là một trong các yếu tố được nhiều nghiên cứu đánh giá là nguyên nhân gây ra HCTC của DN. Do các DN nhỏ thường không có các tiềm lực về tài sản hay các mối quan hệ để có thể tìm kiếm các nguồn vốn có chi phí thấp trên thị trường. Ví dụ như Okuda và Nhung (2012) đưa ra kết quả nghiên cứu về các DN ở Việt Nam, các DN càng lớn thì càng có thể ĐT nhiều hơn. Điều này cũng được kiểm nghiệm bởi Đinh Thị Kim Loan (2012), Hoàng Thị Minh Thu (2014). Theo Nghị định số 39/2018/NĐ-CP, việc phân chia các DNN&V phụ

thuộc vào số lượng lao động và doanh thu hoặc nguồn vốn của DN. Trong lĩnh vực nông nghiệp, lâm nghiệp, thủy sản và lĩnh vực công nghiệp, xây dựng, các DN vừa có số lao động không quá 200 người và tổng doanh thu của năm không quá 200 tỷ đồng hoặc tổng nguồn vốn không quá 100 tỷ đồng (nhưng không phải là DN nhỏ, DN siêu nhỏ theo quy định tại Nghị định này). Trong lĩnh vực thương mại, dịch vụ các DN vừa có số lao động không quá 100 người và tổng doanh thu của năm không quá 300 tỷ đồng hoặc tổng nguồn vốn không quá 100 tỷ đồng (nhưng không phải là DN nhỏ, DN siêu nhỏ theo quy định tại Nghị định này). Trong nghiên cứu này, tác giả Luận án sử dụng cách phân chia theo số lượng lao động và nguồn vốn của DN. Đồng thời, tác giả Luận án kỳ vọng nhóm các DN lớn sẽ không gặp phải vấn đề HCTC như các DNN&V.

6) Các biến khác

Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản đã được sử dụng trong công thức tính CPV nên tác giả Luận án không sử dụng thêm. Chỉ số Tobin's Q để đánh giá DN đang bị định giá quá thấp hay quá cao. Tuy nhiên, chỉ số này hoạt động không tốt trong thời gian khủng hoảng kinh tế, cũng như phụ thuộc vào giá cổ phiếu để đánh giá cơ hội ĐT của DN. Trong khi đó, thị trường cổ phiếu Việt Nam vẫn đang tồn tại các biến dị và chưa đạt được đến thị trường hiệu quả. Chính vì vậy, theo tác giả Luận án thì giá cổ phiếu không phản ánh đúng giá trị DN trên TTCK Việt Nam nên tác giả không sử dụng Chỉ số Tobin's Q trong mô hình nghiên cứu của Luận án.

2.4.3. Phương pháp sử dụng mô hình vào việc phân tích, đánh giá tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trong bối cảnh hạn chế tài chính

2.4.3.1. Quy trình sử dụng

Bước 1: Xác định sự tồn tại của mối quan hệ dài hạn giữa các biến.

Ở bước đầu tiên, mối quan hệ dài hạn giữa các biến được kiểm tra bằng việc tính chỉ số F trong kiểm định đường bao - Bound test, từ đó thiết lập mối quan hệ

dài hạn giữa các biến. Chỉ số F này được tiến hành cho các biến số khi chúng được cho là các biến nội sinh trong khi các biến khác được giả định là biến ngoại sinh.

Mô hình để kiểm tra đường bao như sau:

$$\begin{aligned} \Delta \frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = & \alpha + \sum_{j=1}^{p_0} \beta_{j0} \Delta \frac{I_{i,t-j}}{K_{i,t-1-j}} + \sum_{k=0}^{p_1} \beta_{k1} \Delta \frac{SALES_{i,t}}{K_{i,t-1}} \\ & + \sum_{l=0}^{p_2} \beta_{l2} \Delta UC_{i,t-1} + \sum_{m=0}^{p_3} \beta_{m3} \Delta \frac{CF_{i,t-m}}{K_{i,t-1-m}} + \delta_0 \frac{I_{i,t-1}}{K_{i,t-2}} \\ & + \delta_1 \frac{SALES_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \delta_2 UC_{i,t-1} + \delta_3 \frac{CF_{i,t-1}}{K_{i,t-2}} + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

Các giả thuyết kiểm định:

- Giả thuyết H0: $\delta_0 = \delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = 0$ không tồn tại mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến;

- Giả thuyết H1: $\delta_0 \neq 0, \delta_1 \neq 0, \delta_2 \neq 0, \delta_3 \neq 0$: tồn tại mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến.

Kết quả kiểm định đường bao sẽ cho thấy giá trị thống kê F lớn hơn giá trị giới hạn đường bao trên ứng với mức ý nghĩa 5%. Như vậy, có thể bác bỏ giả thuyết H0, chấp nhận giả thuyết H1: tồn tại mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến, hay nói cách khác là tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa các biến trong mô hình. Nếu giá trị thống kê F chấp nhận giả thuyết H0, tức là không tồn tại mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến.

Bước 2: Chọn độ trễ phù hợp cho mô hình ARDL / Xác định độ trễ tối đa trong mô hình

Nếu sự tồn tại của mối quan hệ dài hạn giữa các biến cơ bản được xác định, trong khi giả thuyết không có mối quan hệ lâu dài giữa các biến không bị từ chối

thì có thể áp dụng mô hình ARDL để kiểm định. Vấn đề của việc tìm độ dài của độ trễ thích hợp cho từng biến số cơ bản trong Mô hình ARDL rất quan trọng vì nghiên cứu sẽ không bị các lỗi Gaussian (ví dụ như: tự tương quan, không phân phối chuẩn, phương sai thay đổi ...). Để có thể lựa chọn độ trễ tối ưu cho từng biến trong mô hình, có thể sử dụng các tiêu chí sau: Akaike Information Criterion(AIC), Schwarz Bayesian Criterion (SBC) or Hannan-Quinn Criterion(HQC)

Bước 3: Tái phân tích mô hình ARDL thành mô hình sửa lỗi

Mục đích của bước này để giải quyết các vấn đề trong mô hình khi các biến không cố định được hồi quy, điều này có thể gây ra kết quả không đúng cho nghiên cứu. Một cách giải quyết là tính hiệu số của dữ liệu để đạt được tính ổn định của các biến. Cách này có thể đưa ra kết quả mô hình hồi quy chính xác và giải quyết được vấn đề của biến không cố định. Tuy nhiên, cách hồi quy này chỉ phù hợp cho nghiên cứu các biến có quan hệ ngắn hạn chứ không cung cấp bất kỳ thông tin về hành vi dài hạn giữa các biến trong mô hình. Bởi vậy, mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM) được sử dụng dựa trên cách tiếp cận của ARDL với đồng liên kết để kiểm tra được cả thông tin dài hạn và ngắn hạn.

2.4.3.2. Mô tả mẫu dữ liệu

Mô hình nghiên cứu của Luận án bao gồm các số liệu như sau: Tổng tài sản cố định, tổng tài sản, doanh thu thuần, lợi nhuận sau thuế, chi phí vốn, LS dài hạn, sở hữu nhà nước, quy mô DN, giá trị sổ sách của VCSH, giá trị sổ sách của nợ.

Trong các số liệu nêu trên, Tổng tài sản cố định, tổng tài sản, doanh thu thuần, lợi nhuận sau thuế, giá trị sổ sách của VCSH, giá trị sổ sách của nợ được lấy từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của các DN.

LS dài hạn được lấy từ số liệu của Ngân hàng nhà nước. Do trong thời gian nghiên cứu, LS có những lúc biến động rất mạnh và với tần suất lớn, nên LS được xác định là LS ở thời điểm bắt đầu năm tài chính của DN, tức là ngày 01 tháng 01

hàng năm. Do số liệu được chia theo quý nên LS được xác định là LS ở thời điểm bắt đầu quý.

CPV được tác giả tính bằng phương trình (2)

Các DN được nghiên cứu phải đáp ứng được các yêu cầu sau: (1) Đang được niêm yết trên hai sàn chứng khoán: HOSE và HNX. (2) Đã được niêm yết và công bố các báo cáo tài chính trong ít nhất liên tiếp ba năm. Điều này đảm bảo rằng các số liệu đã được kiểm toán. Luận án không sử dụng số liệu của các DN tài chính để phù hợp với thông lệ khi sử dụng loại mô hình dùng số liệu từ báo cáo tài chính, một lý do nữa là các DN tài chính thường có tỷ lệ nợ cao nên có thể làm thay đổi kết quả nghiên cứu. Tổng số 695 DN đã được nghiên cứu với 26.425 quan sát của mỗi biến trong mô hình. Số liệu được lấy từ 01/01/2007 đến 01/08/2020. Đây là thời kỳ TTV tại Việt Nam bắt đầu phát triển mạnh mẽ, cũng như có những biến động lớn trên thị trường.

Số liệu trong Luận án này được tổng hợp và so sánh từ các nguồn: Vietdata, Vndirect và Cophieu68.

2.4.3.3. Kết quả phân tích dự kiến

Mô hình nghiên cứu dự kiến đưa ra các kết quả như sau:

- Doanh thu thuần và dòng tiền có mối quan hệ cùng chiều với ĐT của DN.
- Chi phí vốn có mối quan hệ ngược chiều với ĐT của DN.
- Trong trường hợp nghiên cứu về vấn đề cơ chế, chính sách và sở hữu nhà nước đối với các loại hình DN trong quản lý TTV thì hệ số giữa dòng tiền và ĐT của DNNN sẽ nhỏ hơn hệ số này của DNTN.
- Trong trường hợp nghiên cứu về vấn đề quy mô DN thì hệ số giữa dòng tiền và ĐT của DN lớn sẽ nhỏ hơn hệ số này của DNN&V.

Như vậy, Chương 2 của Luận án đã hệ thống hóa, khái quát hóa và bổ sung cơ sở lý thuyết về tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết bị HCTC. Luận án đã xác định và luận giải rõ cơ chế tác động và lựa chọn mô hình nghiên cứu phù hợp cho việc đánh giá tác động của TTV đến quyết định ĐT của DN trong bối cảnh HCTC. Qua đó, xác lập khung lý luận cho việc phân tích, đánh giá tác động của TTV đến quyết định ĐT của các DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

CHƯƠNG 3 :

THỰC TRẠNG TÁC ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG VỐN ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.1. KHÁI QUÁT THỰC TRẠNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG VỐN VIỆT NAM VÀ SỰ THAM GIA CỦA CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH

3.1.1. Khái quát các giai đoạn hình thành và phát triển thị trường vốn Việt Nam

TTV Việt Nam hình thành và phát triển gắn liền với quá trình hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam với các giai đoạn sau:

- Giai đoạn trước năm 2001: Giai đoạn khởi đầu, sơ khai. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC) đã được thành lập theo Nghị định số 75/CP ngày 28/11/1996 của Chính phủ, thực hiện chức năng tổ chức và quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK. Tuy vậy, TTV Việt Nam chỉ thực sự được khởi đầu với việc bắt đầu hoạt động Trung tâm Giao dịch chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh (HoSTC) ngày 20/7/2000 (Tổ chức tiền thân của Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh – HOSE). Trong năm 2000, đã có 11 DN niêm yết với tổng giá trị vốn hóa thị trường đạt 1.570 tỷ đồng.

- Giai đoạn 2001-2006: Giai đoạn tạo tiền đề để phát triển. Đây là giai đoạn xây dựng nền tảng pháp lý, cơ sở hạ tầng và kỹ thuật để điều hành thị trường và hình thành các thị trường cấu thành, phát triển các thành viên thị trường... Nghị định số 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 của Chính phủ về chứng khoán và thị trường chứng khoán đã cung cấp khung pháp lý cho các chứng khoán mới. Tháng 9/2003, SSC đã công bố lộ trình phát triển TTV Việt Nam trong 10 năm theo hướng xây dựng một TTV đa dạng với 3 giai đoạn: Giai đoạn I thực hiện đến năm

2006, Giai đoạn II từ năm 2007-2009, giai đoạn III từ 2010-2012. Ngày 19/02/2004 Chính phủ ban hành Nghị định số 66/2004/NĐ-CP chuyển SSC vào Bộ Tài Chính. Ngày 08/03/2005, Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội khai trương đi vào hoạt động (Theo Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ về việc thành lập Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội). Ngày 13/12/2005 Ủy ban thường vụ Quốc hội (UBTVQH) ban hành Pháp lệnh Ngoại hối năm 2005, trong đó có quy định về phát hành chứng khoán trong và ngoài nước, cho phép người cư trú là tổ chức được phép phát hành chứng khoán bên ngoài lãnh thổ Việt Nam, người không cư trú là tổ chức được phép phát hành chứng khoán trên lãnh thổ Việt Nam. Cũng trong năm 2005, Chính phủ lần đầu tiên phát hành trái phiếu quốc tế. DN bắt đầu được phát hành trái phiếu DN theo quy định tại Nghị định số 52/2006/NĐ-CP. Luật Chứng khoán được Quốc hội thông qua ngày 26/6/2006 (có hiệu lực từ 01/01/2007) đã hoàn thành xây dựng nền tảng khung khổ pháp lý cho sự phát triển TTV Việt Nam.

- Giai đoạn từ năm 2007 - 2015: Giai đoạn bùng nổ - suy thoái- phục hồi . Đây là giai đoạn tập trung đa dạng hóa, tăng nhanh số lượng các loại hàng hóa trên thị trường và các thành viên thị trường (Khách thể và chủ thể TTV), củng cố nền tảng kỹ thuật cho các thị trường cấu thành, tăng nhanh quy mô vốn hóa của thị trường, bảo đảm an toàn và nâng cao tính thanh khoản của TTV Việt Nam, tách thị trường trái phiếu ra khỏi thị trường cổ phiếu để hình thành thị trường trái phiếu chuyên biệt, đưa thị trường trái phiếu Chính phủ chuyên biệt vào hoạt động, hoàn thiện khung pháp lý và nền tảng kỹ thuật cho sự phát triển thị trường, các công cụ chứng khoán phái sinh và thị trường UPCoM, mở cửa và hội nhập TTV quốc tế...

Tháng 1/2007, Việt Nam chính thức là thành viên Tổ chức Thương mại thế giới (WTO), tạo điều kiện cho các nhà ĐT nước ngoài tham gia TTV Việt Nam (ĐT gián tiếp). Thực hiện Quyết định số 599/QĐ-TTg ngày 11/5/2007 của Thủ tướng Chính phủ, Trung tâm Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh đổi thành Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Ngày 02/8/2007, Thủ

tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 128/2007/QĐ-TTg về việc phê duyệt “Đề án phát triển TTV Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020“, trong đó đã đề ra mục tiêu phấn đấu đến năm 2010 giá trị vốn hóa trên TTCK đạt 50% GDP và đến năm 2020 đạt 70% GDP. Các đặc điểm cụ thể của TTV Việt nam trong giai đoạn từ năm 2007 đến năm 2015 như sau:

+ Về tốc độ tăng trưởng: Giai đoạn 2007-2010, tốc độ tăng trưởng bình quân của TTCP đạt 18%/năm và của TTTP đạt 22%/năm. Giai đoạn 2011-2015, TTTP phát triển vượt bậc, tăng trưởng 25%/năm (riêng thị trường TPCP tăng trưởng 35%/năm), trong khi TTCP giảm tốc và chỉ tăng bình quân 10%/năm (Bộ Kế hoạch và Đầu tư, 2016).

Tăng trưởng nợ tín dụng (trong đó phần lớn là các khoản tiền đưa vào TTV bởi các tổ chức tín dụng phát hành các khoản nợ ngắn hạn) đạt mức kỷ lục vào năm 2007 (53,9%), sụt giảm mạnh trong năm 2008 (26%) và phục hồi lên 38% năm 2009 và 32,4% năm 2010. Giai đoạn 2011-2015, mức tăng trưởng tín dụng thấp nhưng ổn định hơn, đạt 14,3%, 8,9%, 12,5%, 14,2%, và 17,3% trong các năm 2011, 2012, 2013, 2014 và 2015 (Bộ Kế hoạch và Đầu tư, 2016).

+ Về quy mô thị trường: Trong cả giai đoạn 2011-2015, TTV đã huy động trên 1.211 nghìn tỷ đồng, gấp 4 lần giai đoạn 2006-2010, đóng góp bình quân 23% vào tổng ĐT toàn xã hội. Khối lượng vốn huy động được cho ngân sách nhà nước (NSNN) thông qua phát hành TPCP tăng mạnh trong giai đoạn 2011-2015, đạt khoảng 1 triệu tỷ đồng, gấp 13 lần so với giai đoạn 2005-2010. Thị trường trái phiếu DN huy động được trên 211 nghìn tỷ đồng, chủ yếu thông qua cổ phần hóa (Bộ Kế hoạch và Đầu tư, 2016). Tính đến cuối năm 2015, quy mô vốn hóa TTTP đạt 59,1% GDP, trong đó dư nợ tín dụng TTTP đạt khoảng 24% GDP. Quy mô vốn hóa trên TTCP tập trung năm 2015 đạt 35% GDP

- Giai đoạn 2016 -2020: TTV Việt Nam đã phát triển hoàn thiện về cấu trúc với các cầu phân gồm thị trường tín dụng trung dài hạn, TTCP, TTTP, TTCK phái

sinh và một cấu phần mới được xây dựng là TTV ĐT mạo hiểm. Thể chế chính sách cho hoạt động của TTV được ban hành tương đối đầy đủ và liên tục được đổi mới. Hoàn thiện theo thông lệ quốc tế. Các cấu phần của TTV đều có sự tăng trưởng và phát triển mạnh so với giai đoạn trước, hướng tới sự phát triển cân bằng với thị trường tín dụng ngân hàng.

Về thể chế, chính sách phát triển TTV, thực hiện nghị quyết số 05-NQ/TW ngày 01/11/2016 của BCHTW Đảng khóa XII, Quốc hội đã ban hành Nghị quyết số 24/2016/QH14 ngày 08/11/2016 về kế hoạch cơ cấu lại nền kinh tế giai đoạn 2016-2020. Triển khai nghị quyết 05-NQ/TW và Nghị quyết 24/2016/QH14, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 27/nQ-CP ngày 21/2/2017 về chương trình hành động của Chính phủ để thực hiện các nghị quyết nêu trên. Trong đó, đã xác định các mục tiêu cụ thể liên quan đến phát triển TTV: Đến năm 2020, quy mô vốn hóa TTCP khoảng 70% GDP, dư nợ TTTP đạt 45% GDP, dư nợ TTTPDN đạt khoảng 7% GDP; phát triển TTV ĐT mạo hiểm, TTCK phái sinh; hoàn thiện bộ máy quản lý thị trường tiền tệ, TTCK đáp ứng yêu cầu phát triển mới, nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường tài chính. Thực hiện các mục tiêu này, một số văn bản quy phạm pháp lệnh (VBQPPL) về quản lý phát triển TTV đã được Nhà nước ban hành trong giai đoạn 2016-2020, như: Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Các tổ chức tín dụng (Luật số 17/2017/QH14), Luật Chứng khoán sửa đổi (Luật số 54/2019/QH14), Quyết định số 242/QĐ-TTg ngày 28/02/2019 phê duyệt “Đề án cơ cấu lại thị trường chứng khoán và thị trường bảo hiểm đến năm 2020 và định hướng đến năm 2025“, Quyết định số 1191/QĐ-TTg ngày 14/8/2017 phê duyệt Lộ trình phát triển thị trường trái phiếu đến năm 2020 và tầm nhìn đến năm 2030, Nghị định số 8/2020/NĐ-CP về phát triển trái phiếu DN...

Với đà phục hồi của giai đoạn trước và sự hoàn thiện của môi trường thể chế TTV Việt Nam đã có bước phát triển nhanh và tương đối toàn diện ở tất cả các cấu phần trong giai đoạn 2016-2020. Mặc dù chịu nhiều tác động bất lợi của đại dịch Covid-19 và chiến tranh thương mại Mỹ-Trung, nhưng các mục tiêu cơ

bản về phát triển TTV giai đoạn 2016-2020 do Nghị quyết 24/2016/QH14 và Nghị quyết 27/NQ-CP đề ra đã được hoàn thành. Theo báo cáo của Bộ kế hoạch và ĐT về tình hình và kết quả thực hiện cơ cấu lại nền kinh tế, đổi mới mô hình tăng trưởng giai đoạn 2016-2020, đến cuối năm 2019, quy mô TTV phi tín dụng đã tương đương 112,74% GDP, quy mô vốn hóa TTCK đạt trên 92% GDP, quy mô dư nợ TTTP đạt trên 40% GDP, dư nợ TTTPDN đạt trên 10% GDP.

Theo ngân hàng thế giới (Worldbank), quy mô TPDN đã niêm yết tính đến cuối năm 2018 (tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành của 41 tổ chức phát hành TPDN) đạt xấp xỉ 100 nghìn tỷ đồng, tổng dư nợ TPDN đạt khoảng 7% GDP. Theo SSC, tính đến cuối năm 2019, đã có 46 tổ chức phát hành TPDN, quy mô vốn hóa của TTTPDN đạt khoảng 19,8% GDP. Giai đoạn 2010-2019, quy mô TTV tăng trưởng bình quân 24%/Năm; trong đó TTCK tăng bình quân 25%, TTTP tăng bình quân 22,8%. TTV ĐT mạo hiểm và TTCK phái sinh bước đầu phát triển từ năm 2017; giai đoạn 2018-2019 đã có hơn 40 quỹ ĐT mạo hiểm hoạt động ở Việt Nam, cung cấp vốn cho các công ty khởi nghiệp ở Việt Nam gồm 900 triệu USD; sau hơn 2 năm hoạt động, khối lượng giao dịch hợp đồng tương lai trên TTCK phái sinh năm 2019 tăng gấp hơn 10 lần so với năm 2017 (Worldbank, 2020).

Về chủ thể tham gia TTV trong nước: Tính đến cuối năm 2019 đã có 1.750 DN đã niêm yết, đăng ký giao dịch trên sàn chứng khoán cả nước, 46 DN, tổ chức phát hành TPDN. Chính phủ đã phát hành TPCP từ năm 2000, đợt tăng phát hành mạnh nhất là năm 2016 (281.800 tỷ đồng) nhưng chủ yếu là các NHTM mua vào, các DNN&V khó tiếp cận nguồn vốn này. Sau khi có Pháp lệnh Ngoại hối năm 2005, các nhà ĐT nước ngoài đã được phép tham gia TTCK Việt Nam. Từ năm 2002, các chính quyền địa phương cấp tỉnh đã được phát hành TPCQĐP theo quy định tại Luật Ngân sách nhà nước năm 2002, sửa đổi năm 2015

3.1.2. Thực trạng phát triển các cấu phần của thị trường vốn Việt Nam và sự tham gia của các doanh nghiệp

3.1.2.1. Thực trạng phát triển thị trường tín dụng trung, dài hạn và sự tham gia của các doanh nghiệp

Cho tới năm 2010, mô hình tăng trưởng của Việt Nam vẫn dựa nhiều vào ĐT từ nguồn vốn tín dụng trung, dài hạn. Sau khi Việt Nam gia nhập WTO, các DNPTC trong nước gia tăng ĐT nhằm đón đầu cơ hội, nhu cầu vốn trên thị trường tín dụng trung, dài hạn tăng cao, tăng trưởng tín dụng đạt mức kỷ lục vào năm 2007 (năm 2004 tăng 39,4%, năm 2005 tăng 34,9%, năm 2006 tăng 23%, năm 2007 tăng 53,9%), nhưng giai đoạn 2008-2010 tăng trưởng tín dụng đã giảm tốc do tác động của khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu. Giai đoạn 2011-2015, tăng trưởng tín dụng ở mức thấp, dao động từ 9,0-14,2%/Năm do thắt chặt chính sách tiền tệ, tập trung tái cơ cấu hệ thống tổ chức tín dụng (Bộ Kế hoạch và Đầu tư, 2016). Giai đoạn 2016-2020, dư nợ tín dụng có xu hướng tăng cao hơn giai đoạn trước, dao động ở mức 17-20%/Năm. Quy mô TTV tín dụng Việt Nam ngày càng lớn, đến năm 2018, tương đương 131% GDP.

Về thể chế thị trường tín dụng, Luật Các tổ chức tín dụng mới (Luật số 47/2010/QH12) đã ban hành tháng 6/2010, trong đó đưa ra giới hạn cho một người vay duy nhất để tránh sự tập trung tín dụng (Luật các tổ chức tín dụng, 2010). Sở hữu TPDN và ĐT của các NHTM được coi là tương đương với các khoản vay được cấp bởi các ngân hàng và tổng số tiền tín dụng được gia hạn cho một người vay không vượt quá 15% vốn của ngân hàng hoặc 25% khi bao gồm tất cả các lần gia hạn tín dụng cho các bên liên quan. Đến năm 2017, cùng với Luật sửa đổi bổ sung một số điều của Luật Các tổ chức tín dụng mới (Luật số 17/2017/QH14), Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 1058/QĐ-TTg ngày 19/7/2017 phê duyệt Đề án “Cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng gắn với xử lý nợ xấu giai đoạn 2016-2020”. Nhờ đó, thị trường tín dụng trung, dài hạn hoạt động tốt hơn,

góp phần đáp ứng nhu cầu cho ĐT SXKD của các DNPTC, nhất là đối với các DNN&V, Việt Nam đã có sự cải thiện đáng kể về chỉ số tiếp cận tín dụng trong giai đoạn 2016-2020 (theo báo cáo Doing Business năm 2019 của WB, chỉ số tiếp cận tín dụng của Việt Nam được xếp hạng 29/190 quốc gia được xếp hạng). Ngân hàng Nhà nước cũng đã áp dụng nhiều biện pháp điều hành LS cơ bản nhằm giảm mặt bằng LS tín dụng trung, dài hạn để hỗ trợ và kích thích ĐT SXKD của các DNPTC. Từ năm 2013, LS bình quân các khoản vốn tín dụng dài hạn đã giảm dần từ mức 13%/năm trong năm 2013 xuống 11-12,5%/năm trong các năm 2016-2019 và giảm còn 8-9%/Năm trong năm 2020.

Bên cạnh những thành quả nêu trên, thị trường tín dụng trung, dài hạn Việt Nam đang có những hạn chế như: vẫn có khoảng 70% DNN&V khó tiếp cận nguồn vốn ngân hàng; mặt bằng LS vốn tín dụng trung dài hạn Việt Nam vẫn cao gấp 1,4-1,5 lần mức LS trung bình của nhóm nước ASEAN4. Cơ cấu thị trường tín dụng chuyển dịch chậm, chưa tập trung nhiều cho lĩnh vực sản xuất, đến tháng 4/2020, tín dụng cho khu vực sản xuất nông lâm thủy sản chỉ chiếm tỷ trọng 8,7% (Năm 2012 là 9,6%) tổng dư nợ tín dụng của nền kinh tế, tín dụng cho lĩnh vực công nghiệp và xây dựng chiếm 29,2%, giảm 9,4% so với năm 2012 (Bộ Kế hoạch và Đầu tư, 2020).

3.1.2.2. Thực trạng phát triển thị trường chứng khoán và sự tham gia của các doanh nghiệp

a, Thực trạng phát triển thị trường trái phiếu và sự tham gia của các DN

Thị trường trái phiếu bắt đầu hình thành và phát triển ở Việt Nam từ năm 2002. Sau khi có Luật Ngân sách nhà nước năm 2002, trái phiếu Chính phủ đã được phát hành thông qua đấu giá tại cả HASTC và HoSTC. Nhưng từ năm 2006, theo Quyết định số 2276/QĐ-BTC của Bộ Tài Chính về Tập trung đấu thầu trái phiếu Chính phủ, tất cả phát hành trái phiếu Chính phủ thông qua đấu giá sẽ được thực hiện độc quyền bởi HASTC, sàn giao dịch này sau này đã đổi tên thành Sở

Giao dịch chứng khoán Hà Nội vào tháng 6 năm 2009 (Bộ Tài Chính, 2006). Sau khi có Pháp lệnh Ngoại hối năm 2005, Chính phủ đã phát hành trái phiếu quốc tế đầu tiên được niêm yết bằng đo la Mỹ (USD), khoản vốn thu được đã được ĐT vào các dự án lọc dầu, năng lượng và tàu chở hàng; các đợt phát hành tiếp sau là vào năm 2010, năm 2014. Năm 2016.

Trái phiếu DN được phát hành có điều kiện bởi Chính phủ từ năm 2005. Nghị định số 52/2006 /NĐ-CP ngày 19/5/2006 của Chính phủ về phát hành trái phiếu DN, đã cho phát hành trái phiếu riêng lẻ có hiệu lực. Theo nghị định này, kiểm tra sơ bộ đề xuất ban hành và phê duyệt của cơ quan quản lý là không cần thiết tại thời điểm phát hành, và tổ chức phát hành chỉ bắt buộc phải báo cáo với Bộ Tài Chính trong vòng 15 ngày sau khi phát hành. Kết quả là, không chỉ DNNN mà cả DNTN cũng được phát hành trái phiếu theo nguyên tắc tự vay tự trả và tự chịu trách nhiệm về hiệu quả sử dụng vốn vay, đảm bảo công khai, minh bạch, công bằng; bảo vệ quyền lợi ích hợp pháp của các nhà ĐT.

Luật Chứng khoán số 70/2006/QH11 được Quốc hội thông qua ngày 29/6/2006 (Có hiệu lực từ 01/01/2007), thay thế Nghị định số 144/ 2003/NĐ-CP về Chứng khoán và thị trường chứng khoán. Luật Chứng khoán năm 2006 xác lập khung pháp luật cơ bản về hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng, niêm yết giao dịch, kinh doanh, ĐT chứng khoán đối với tổ chức, cá nhân Việt Nam và tổ chức, cá nhân nước ngoài tham gia ĐT chứng khoán và hoạt động trên thị trường chứng khoán Việt Nam cùng các tổ chức cá nhân có liên quan. Luật Chứng khoán năm 2006 đã được sửa đổi bổ sung theo luật số 12/2010/QH12. Luật Chứng khoán năm 2019 (Luật số 54/2019/QH14, đã được trình Quốc hội thông qua ngày 26/11/2019 có hiệu lực từ 01/01/2021), đã đưa ra các quy định mới: Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam là DN do Nhà nước nắm giữ trên 50% vốn điều lệ hoặc tổng số cổ phần biểu quyết; bổ sung thêm nhiều hành vi bị nghiêm cấm, phải đưa cổ phiếu, trái phiếu lên sàn khi kết thúc đợt chào bán; việc chào bán chứng khoán được thống nhất với Luật DN (Luật DN năm 2020); quy định chặt chẽ điều kiện

bán cổ phiếu của DN; chỉ được bán thêm cổ phiếu nếu có lãi; thành lập tổng DN lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam, sẽ thành lập 1 Sở Giao dịch chứng khoán khi có đủ điều kiện. Trước mắt, chưa sát nhập 02 Sở Giao dịch chứng khoán hiện nay (HOSE và HNX) nhưng phân định chức năng: Toàn bộ giao dịch trái phiếu và chứng khoán phái sinh sẽ được thực hiện ở Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội, toàn bộ giao dịch cổ phiếu sẽ được thực hiện tại Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh.

Sau khi có Luật Chứng khoán năm 2012, việc tạo dựng và nâng cấp hạ tầng kỹ thuật TTTP được chú trọng hơn. Tháng 3/2013, HNX đưa ra chỉ số đường cong lợi suất TPCP để cung cấp chỉ số LS chính xác cho thị trường, giúp nhà ĐT đưa ra quyết định ĐT chính xác hơn. Đường cong lợi suất trái phiếu đã trở thành một chỉ số quan trọng trong thị trường TPCP với mức kỳ hạn tối đa lên đến 15 năm; chỉ số đã được kéo dài đến kỳ hạn 20 năm.

Hệ thống giao dịch trái phiếu điện tử (E-BTS) chính thức đi vào hoạt động vào tháng 6 năm 2015, đã cho phép các nhà ĐT trong và ngoài nước dễ dàng truy cập và tham gia giao dịch TPCP trên thị trường. E-BTS dựa trên web và cung cấp một phiên bản hoàn chỉnh của giao dịch HNX, với đầy đủ các sản phẩm giao dịch, tiện ích và dữ liệu. Đồng thời, đầu năm 2015, HNX đã giới thiệu một bộ chỉ số được gọi là G-Bond, bao gồm một chỉ số tổng hợp, và các biến thể 2 năm, 3 năm và 5 năm; những chỉ số này cho thị trường TPCP nhằm mục đích đo lường sự phát triển của thị trường TPCP địa phương. Các chỉ số đã giúp tăng cường tính minh bạch và hỗ trợ địa phương cũng như các nhà ĐT quốc tế trong việc đưa ra quyết định giao dịch trái phiếu.

Giai đoạn từ năm 2015 đến nay, TTTP phát triển theo hướng đa dạng hóa sản phẩm và phương thức giao dịch mua bán. Trong năm 2015, HNX đã được nâng cấp để phát hành và giao dịch trái phiếu dài hạn, trái phiếu ngắn hạn và trái phiếu không LS, và cung cấp thêm một phiên đấu thầu không cạnh tranh. Điều

này đã được yêu cầu bởi các nhà phát hành trong trường hợp thị trường vẫn có nhu cầu ĐT thêm và nhà phát hành vẫn còn quan tâm để đáp ứng các nhu cầu đó. Tháng 6 năm 2016, HNX đã giới thiệu hệ thống đặt giá thầu tự động dựa trên nền tảng web (E.ABS) để nỗ lực cải thiện việc tiếp cận thị trường sơ cấp và thu hút thêm các nhà ĐT trên thị trường TPCP. E.ABS cho phép các thành viên tham gia linh hoạt vào quá trình đấu thầu, giảm thời gian đấu thầu và áp dụng phí môi giới thấp hơn.

Sau khi có Luật Ngân sách nhà nước năm 2015, Luật Quản lý nợ công năm 2017 và Nghị định số 93/2018/NĐ-CP, việc phát hành TPCQĐP đã có quy định pháp lý rõ ràng, kể cả việc phát hành TPCQĐP xanh. Trong đó, chủ trương phát hành TPCQĐP thông thường đã được phân cấp cho Hội đồng nhân dân (HĐND) cấp tỉnh quyết định, Ủy ban nhân dân (UBND) cấp tỉnh là chủ thể phát hành sau khi có Đề án phát hành TPCQĐP xin ý kiến và được sự đồng ý của BTC. Đối với trường hợp phát hành TPCQĐP xanh vẫn phải tuân thủ các quy định như TPCQĐP thông thường và UBND cấp tỉnh phải báo cáo danh mục dự án sử dụng nguồn vốn phát hành TPCQĐP xanh theo hướng dẫn của BTC. Hiện nay, BTC đang nghiên cứu việc đề xuất Chính phủ cho tiến hành thí điểm phát hành TPDN xanh, trái phiếu công trình xanh.

Đến nay, trái phiếu DN được niêm yết và giao dịch trong hệ thống giao dịch chứng khoán trên cả hai Sàn giao dịch HOSE và HNX. Luật Doanh nghiệp năm 2020 đã cho phép doanh nghiệp được phát hành trái phiếu đơn lẻ. Do chỉ có một số ít trái phiếu DN niêm yết, gần như tất cả trái phiếu DN được nắm giữ bởi các nhà ĐT thông qua TTCK phi tập trung (OTC). Chẳng hạn, theo SSC, tính đến cuối năm 2019, quy mô vốn hóa trên thị trường trái phiếu đạt 1.184 nghìn tỷ đồng, trong đó giá trị TPDN của 46 tổ chức phát hành trên HNX và HOSE chỉ chiếm tỷ trọng khoảng 20%.

Thị trường trái phiếu Việt Nam bao gồm hai phân khúc thị trường: thị trường OTC và thị trường tập trung (Exchange). Từ trước đến nay, hầu hết trái phiếu được giao dịch trên thị trường bằng các thỏa thuận song phương. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, tỷ lệ của thị trường tập trung đã được phát triển.

Quy mô TTTP Việt Nam tăng khá nhanh nhưng còn nhỏ. Theo báo cáo của Chính phủ (2020), “Đánh giá sơ bộ tình hình thực hiện Nghị quyết số 142/2016/QH13 ngày 12 tháng 4 năm 2016 về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2016-2020“, mức vốn hóa TTTP tăng trưởng tích cực, quy mô đạt khoảng 30,3% GDP năm 2019, trong đó TTTPDN đạt khoảng 10,9% GDP. Theo Báo cáo của Bộ Tài Chính (Công văn số 13232/BTC-NSNN ngày 01/11/2019 Báo cáo tình hình thực hiện Nghị quyết số 27/NQ-CP), giai đoạn 2016-2019, TTTPDN phát triển nhanh, dư nợ TTTPDN năm 2016 đạt 5,27% GDP, năm 2018 đạt khoảng 8,57% GDP, năm 2019 đạt 10,86% GDP.

Trái phiếu DN được niêm yết và giao dịch trên cả hai sàn giao dịch HNX và HOSE, nhưng khối lượng và giá trị giao dịch vẫn còn rất nhỏ so với các trái phiếu chưa niêm yết. Trái phiếu DN chưa niêm yết được giao dịch chủ yếu trên thị trường OTC.

b, Thực trạng phát triển thị trường cổ phiếu

Giai đoạn khởi đầu 2000 – 2004: Giai đoạn đầu tiên của TTCP Việt Nam được bắt đầu từ sự ra đời của Trung tâm Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh – Sàn HOSTC vào ngày 20/7/2000 (năm 2007 chuyển đổi thành Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh). Đến năm 2004, chứng chỉ quỹ đầu tư VFMVF1 bắt đầu tham gia vào thị trường. Trong giai đoạn 2002-2004, một số văn bản pháp lý được ban hành đã tạo khung khổ pháp lý cho các nhà ĐT trong và ngoài nước tham gia vào TTCP Việt Nam. Nghị định số 64/2002/NĐ-CP ngày 19/6/2002 của Chính phủ về việc chuyển DNNN thành DN cổ phần, đã quy định quyền tham gia mua cổ phần phát hành lần đầu của các DNNN cổ phần hóa của

nhà ĐT trong nước và nhà ĐT nước ngoài; trong đó quy định về giới hạn tỷ lệ sở hữu ngành nghề, phương thức mua cổ phần và sử dụng cổ tức đối với nhà ĐT nước ngoài (ĐTNN). Nghị định số 38/2003/NĐ-CP ngày 15/4/2003 của Chính phủ về chuyển đổi một số DN có vốn ĐT nước ngoài sang hoạt động theo hình thức DN cổ phần. Theo đó, DN cổ phần có vốn ĐT nước ngoài được phép niêm yết trên TTCK. Quyết định số 36/2003/QĐ-TTg ngày 11/3/2003 của Thủ tướng chính phủ về ban hành Quy chế góp vốn mua cổ phần của nhà ĐTNN trong các DN Việt Nam; trong đó quy định cả trường hợp góp vốn nước ngoài vào các công ty TNHH và vốn góp của bên nước ngoài trong các DNNN sau cổ phần hóa. Nhìn chung, các văn bản pháp lý này đã tác động tạo thêm nguồn hàng hóa và chủ thể tham gia TTCP Việt Nam nói riêng, TTV Việt Nam nói chung, góp phần tăng tính cạnh tranh của TTCP.

Giai đoạn tăng tốc 2005 – 2007: Đây là giai đoạn có sự gia nhập mạnh mẽ của các DN, trong đó phải kể đến sự gia nhập của các ngân hàng trên TTCp Việt Nam. Giai đoạn này cũng bắt đầu việc cổ phần hóa các DNNN thông qua TTCK, với hơn 3000 DNNN được CPH. Cuối năm 2005, đã có 32 DN được niêm yết trên sàn chứng khoán, vốn hóa thị trường đạt 6.337 triệu đồng (khoảng 393 triệu USD). Ngày 08 tháng 3 năm 2005, Trung tâm Giao dịch chứng khoán thứ hai của Việt Nam là Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HASTC) và sau đó (2009) đổi tên thành Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) được khai trương. Các chỉ số đại diện cho hai thị trường lần lượt là VN-INDEX và HNX-INDEX.

Theo SSC, năm 2007 đã có 765 DN đại chúng đăng ký niêm yết, đã có 179 DN được phép chào bán 2,46 tỷ cổ phiếu ra công chúng. Giá trị trên 48.000 tỷ đồng; 3,4 triệu trái phiếu, đạt 3.750 tỷ đồng. Tính chung, hoạt động phát hành, đấu giá trên thị trường tập trung đạt 90.000 tỷ đồng (gấp 3 lần so với năm 2006). Tính đến hết năm 2007, cả nước có gần 100 DN chứng khoán và 25 DN quản lý quỹ.

Giai đoạn suy thoái và hồi phục 2008-2014: Suy thoái kinh tế toàn cầu và sự sụp đổ của các tổ chức tài chính quốc tế lớn trong năm 2008 đã có ảnh hưởng tiêu cực nghiêm trọng đến TTCK Việt Nam. Trong năm 2008, quy mô vốn hóa của TTCP Việt Nam chỉ đạt 169.346 tỷ đồng, tương đương 15% GDP.

Với sự hỗ trợ liên tục từ Chính phủ, đặc biệt là gói kích thích trị giá 6 tỷ USD vào cuối năm 2009 để ổn định điều kiện kinh tế vĩ mô, TTCK Việt Nam đã dần hồi phục.

Giai đoạn tăng trưởng sau hồi phục của thị trường từ năm 2015 đến nay: Tính đến cuối năm 2015, quy mô vốn hóa TTCK đạt khoảng 35% GDP (thấp hơn so với mục tiêu 50% đặt ra tại đề án phát triển TTV Việt Nam). Tuy nhiên, quy mô vốn hóa của TTCK Việt Nam đã tăng rất nhanh trong giai đoạn từ năm 2017 (Năm 2017 đạt 70,2% GDP, năm 2018 đạt 75% GDP, năm 2019 đạt 92,7% GDP). Thị trường cổ phiếu đã tăng trưởng bùng nổ trong các năm 2018-2019, với tốc độ tăng trưởng 22% trong năm 2018 và ước đạt 28% trong năm 2019. Tính đến cuối năm 2019, quy mô vốn hóa trên TTCP đạt 4.416 nghìn tỷ đồng; trong đó, giá trị giao dịch trên thị trường tập trung (HNX và HOSE) đạt 3.494 nghìn tỷ đồng. Điều này cho thấy thị trường cổ phiếu Việt Nam đã bước sang giai đoạn tăng trưởng nóng nhưng quy mô chưa lớn. Giá trị cổ phiếu giao dịch qua thị trường tập trung chiếm 79,12%, trên thị trường OTC chiếm 20,87% tổng giá trị giao dịch trên thị trường cổ phiếu Việt Nam. Năm 2019, GDP Việt Nam tính theo giá hiện hành đạt 6.037.348 tỷ đồng, tính theo giá so sánh 2010 đạt 3.738.546 tỷ đồng. Như vậy, nếu tính theo giá hiện hành, quy mô vốn hóa trên thị trường cổ phiếu bằng 73,1% GDP trong năm 2019, riêng quy mô vốn hóa trên TTCP tập trung (HNX và HOSE) bằng 57,9% GDP. Quy mô vốn hóa trên TTCK (TTCP và TTTP) năm 2019 đạt 5.600.000 tỷ đồng, bằng 92,7% GDP.

3.1.2.3. Thực trạng phát triển thị trường chứng khoán phái sinh và sự tham gia của các doanh nghiệp

Vào tháng 8 năm 2017, thị trường chứng khoán phái sinh đã chính thức ra mắt trên sàn giao dịch HNX và bốn hợp đồng tương lai chỉ số VN30 đã được đăng giao dịch. Chỉ số VN30 được dùng để theo dõi hoạt động của 30 DN lớn nhất trên sàn giao dịch chứng khoán trên thị trường. Việc ra mắt hợp đồng tương lai G-bond 5 năm đã được lên kế hoạch nhưng chưa hiệu quả. Trên 3 năm qua, TTCK phái sinh Việt Nam đã có bước tăng trưởng nhanh với hơn 36 triệu hợp đồng được giao dịch. Khối lượng hợp đồng tương lai chỉ số cổ phiếu VN30 bình quân mỗi phiên trong 7 tháng đầu năm 2019 đạt xấp xỉ 100.000 hợp đồng/phiên, tăng gấp 1,27 lần so với năm 2018 và tăng gấp 10 lần so với năm 2017 (Bộ Kế hoạch và Đầu tư, 2020).

Trước đó, các sàn giao dịch phi tập trung chuyên về giao dịch hàng hóa cũng từng xuất hiện ở Việt Nam như: giao dịch dầu thô (2002), giao dịch cà phê, thủy sản (2004)... Điều này chứng tỏ thị trường có nhu cầu thực tế sử dụng các sản phẩm phái sinh.

Tính đến hết năm 2018, đã có 57.677 tài khoản phái sinh mới được mở, gấp hơn 3 lần so với năm 2017. Bình quân số lượng giao dịch hợp đồng cũng gấp 7 lần so với năm trước, vào khoảng 78.791 hợp đồng/phiên. Đến năm 2020, khối lượng giao dịch bình quân đạt đã đạt đến 160.000 hợp đồng/phiên; và kỷ lục giao dịch với hợp đồng tương lai được xác định vào ngày 29/7/2020 với 356.033 hợp đồng. Đến ngày 12/7/2021 thì kỷ lục này được thiết lập lại ở mức 403.266 hợp đồng.

Hiện nay chỉ có 2 sản phẩm được giao dịch trên TTCK phái sinh là hợp đồng chỉ tương lai và hợp đồng chỉ số. Trong đó, hợp đồng tương lai thì chỉ có nhà tư là tổ chức mới được cấp phép tham gia. Điều này đã làm cho thị trường hợp đồng tương lai hoàn toàn mất tính thanh khoản từ các nhà đầu tư cá nhân. Tỷ trọng

khối lượng giao dịch của nhà đầu tư cá nhân trong nước cũng giảm dần; từ 98% vào cuối năm 2017 xuống còn 81,17% trong 7 tháng đầu năm 2021. Giao dịch của nhà đầu tư tổ chức trong nước vẫn chiếm tỉ trọng nhỏ khoảng 17,7% tổng khối lượng giao dịch toàn thị trường.

3.1.2.4. Thực trạng phát triển thị trường vốn đầu tư mạo hiểm và sự tham gia của các doanh nghiệp

Thị trường vốn ĐT mạo hiểm bước đầu phát triển ở Việt Nam từ năm 2017 (Nghị quyết số 27/NQ-CP ngày 21/2/2017 của Chính phủ đã đề ra nhiệm vụ phát triển TTV ĐT mạo hiểm trong năm 2017). Trong giai đoạn vừa qua, đã có khoảng 40 quỹ ĐT mạo hiểm hoạt động ở Việt Nam (Phụ lục số 11). Giai đoạn 2018-2019, các DN khởi nghiệp đổi mới sáng tạo tăng nhanh ở Việt Nam (trên 3.000 DN) đã nhận được 889 triệu USD với 92 thương vụ với các quỹ ĐT trong và ngoài nước. Tuy vậy, đến nay, TTV ĐT mạo hiểm cho đổi mới sáng tạo (ĐMST) còn nhỏ, ĐT cho ĐMST ở Việt Nam còn thấp so với khu vực và thế giới. Mặc dù Việt Nam đang đứng thứ 3 khu vực Đông Nam Á về số lượng các DN khởi nghiệp nhưng Việt Nam mới chiếm khoảng 1% trong tổng số 7,86 tỷ USD vốn ĐT vào DN ĐMST mà khu vực Đông Nam Á đã thu hút được trong năm 2017 (Bộ Kế hoạch và Đầu tư, 2020).

Tóm lại, nhìn chung trong thời kỳ qua, những nỗ lực về hoàn chỉnh cấu trúc TTV, đa dạng hóa sản phẩm, phát triển các định chế trung gian và dịch vụ thị trường, phát triển hệ thống các nhà ĐT trong và ngoài nước... đã thu được nhiều kết quả tích cực, hướng tới tăng cường khả năng quản lý, giám sát của Nhà nước và thúc đẩy sự phát triển lành mạnh của TTV Việt Nam. Mục tiêu phát triển cân bằng giữa TTV tín dụng trung dài hạn và TTCK nhằm huy động các nguồn vốn ĐT dài hạn cho DNPTC, nhất là DNN&V được đặc biệt quan tâm. Các giải pháp vĩ mô nhằm đa dạng hóa các kênh huy động vốn cho DN được triển khai (phát

triển thị trường TPDN, TTCK phái sinh, thị trường UPCoM và các loại hình quỹ ĐT, quỹ khởi nghiệp...).

Tuy vậy, vai trò của TTV như là một kênh huy động và phân bổ nguồn lực tài chính chính thức cho ĐT phát triển nói chung, ĐT của các DN nói riêng vẫn chưa thực sự rõ nét. Thị trường tài chính nói chung và TTV nói riêng vẫn dựa nhiều vào hệ thống NHTM, trong khi vai trò của TTCK và sự tham gia của các định chế phi ngân hàng còn tương đối hạn chế. Việc đa dạng hóa các thành phần nhà ĐT và các sản phẩm ĐT trên cả TTV chính thức và TTV phi chính thức nhằm tạo dựng nguồn lực cho các DNPTC, nhất là các DNN&V, DN khởi nghiệp trong lĩnh vực công nghệ - sáng tạo... còn chậm và hạn chế.

Theo kinh nghiệm phát triển TTV ĐT mạo hiểm của Trung Quốc và Ấn Độ thì sự phát triển của quá trình phát triển của TTV ĐT mạo hiểm đi liền với sự phát triển của DN trên thị trường công nghệ. Các DN khởi nghiệp ở Việt Nam lại chủ yếu đang trong giai đoạn định hình mô hình kinh doanh và bắt đầu có doanh thu nên khó có khả năng cung cấp các thông tin giá trị cho nhà ĐT mạo hiểm. Bên cạnh đó, nhiều quỹ ĐT mạo hiểm đang hoạt động tại Việt Nam là quỹ hải ngoại nên cũng dễ gây xung đột văn hóa giữa nhà ĐT và doanh nghiệp khiến nhà ĐT khó chủ động tham gia vào chiến lược kinh doanh mà trở thành nhà ĐT thụ động như một định chế ngân hàng.

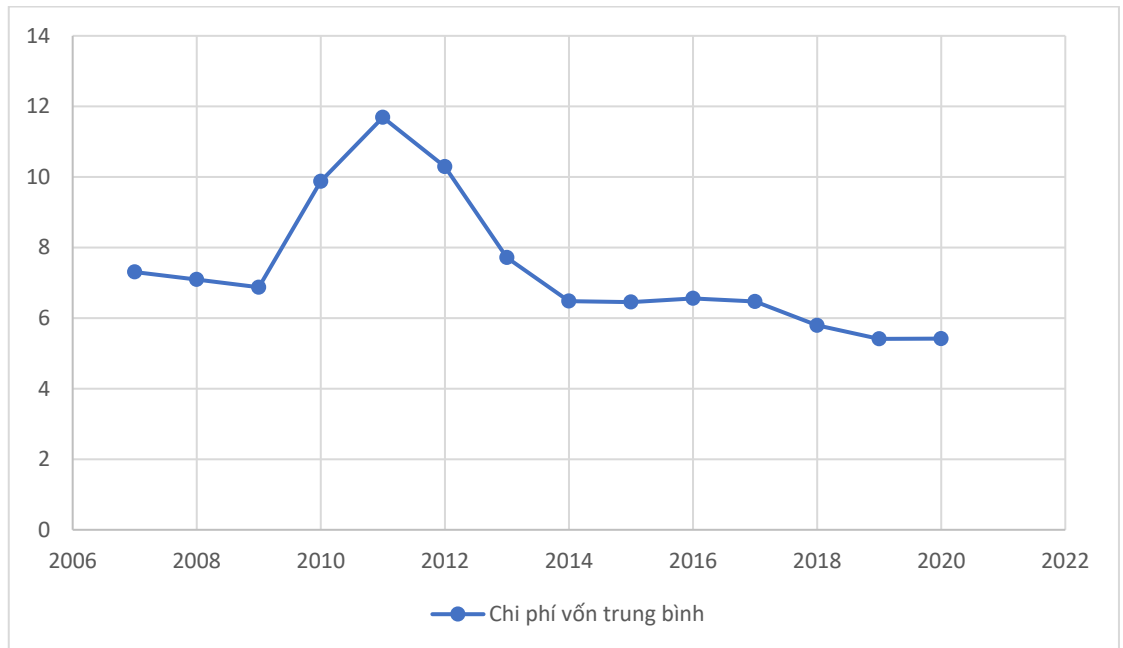
3.2. PHÂN TÍCH THỰC TRẠNG TÁC ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG VỐN ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM TRONG BỐI CẢNH HẠN CHẾ TÀI CHÍNH

3.2.1. Phân tích thực trạng tác động của lãi suất trên thị trường vốn đến chi phí sử dụng vốn của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam

Chi phí vốn phụ thuộc nhiều vào LS trên TTV nên diễn biến CPV trung bình của các DN bám sát diễn biến LS thị trường và có sự biến động khá lớn trong thời kỳ vừa qua.

Biểu đồ 3.1 thể hiện CPV trung bình của các DN trong mẫu dữ liệu nghiên cứu. Có thể thấy CPV của các DN còn khá thấp ở năm 2008-2009, giao động quanh mức 7% nhưng lại tăng đột biến lên gần gấp đôi vào năm 2011 (gần 12%). Một trong các lý do gây ra vấn đề này là do khủng hoảng tài chính và LS tăng đột biến từ cuối năm 2009 và đạt đỉnh vào năm 2011. Sau đó, cùng với việc lạm phát trên thị trường giảm và LS được giảm dần qua các năm nên CPV của DN cũng theo đó giảm dần nhưng vẫn còn khá cao vào năm 2012-2013. Từ 2014 đến nay, CPV đã trở nên ổn định và trở lại mức trước khủng hoảng tài chính, dao động ở mức 6,5-7,0% trong các năm 2014-2016 và 6,0-6,5 trong các năm 2017-2019.

Biểu đồ 3.1: Chi phí vốn trung bình của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết giai đoạn 2007-2020

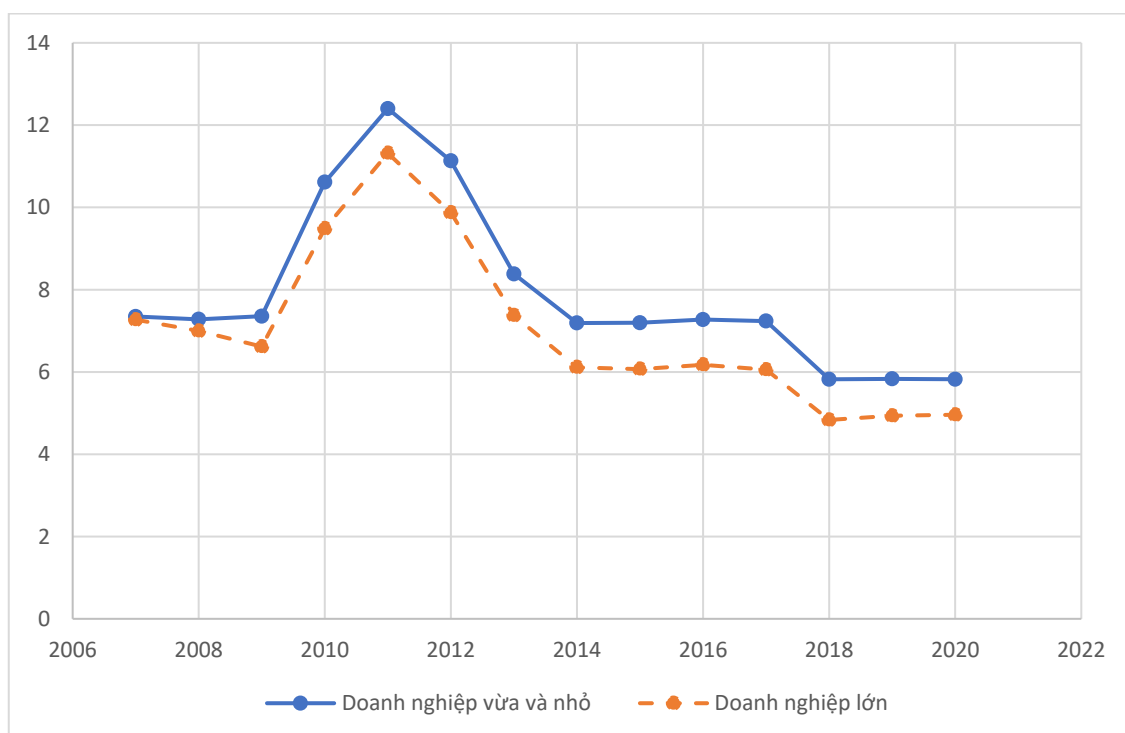


Nguồn: Tác giả tính toán

Kết quả tính toán chi phí vốn trung bình cho hai nhóm DN là nhóm DN lớn và nhóm DNN&V cho thấy, trong 10 năm qua, luôn luôn có sự chênh lệch giữa mức CPV trung bình của nhóm DN lớn với mức CPV trung bình của nhóm DNN&V.

Biểu đồ 3.2 biểu thị CPV trung bình giữa hai nhóm DN lớn và DNN&V. Có thể thấy cả hai nhóm DN này đều có biến động về CPV giống như CPV của của mẫu dữ liệu. Nhưng CPV của các DN lớn luôn thấp hơn CPV của DNN&V trong suốt thời gian nghiên cứu.

Biểu đồ 3.2: Chi phí vốn trung bình của các doanh nghiệp lớn và doanh nghiệp nhỏ và vừa giai đoạn 2007-2020

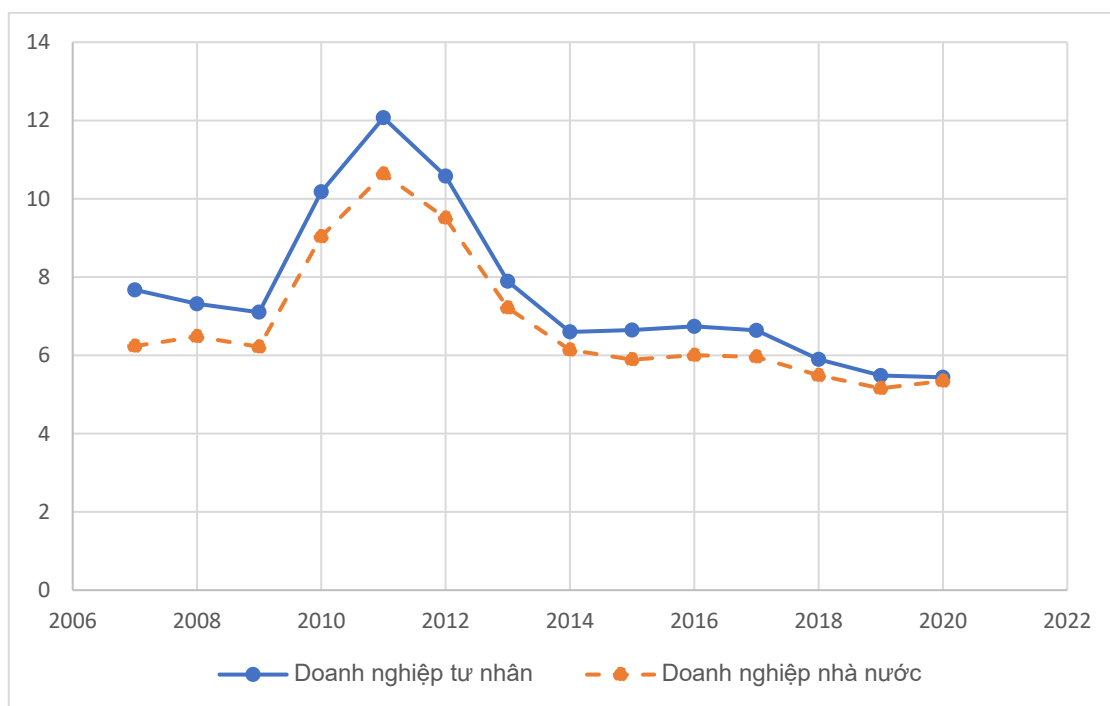


Nguồn: Tác giả tính toán

Nguyên nhân chủ yếu là do các DN lớn thường đã có vị thế vững chắc trên thị trường, có nguồn doanh thu ổn định nên có thể đảm bảo được khả năng chi trả các nghĩa vụ về nợ, nhất là trong giai đoạn khủng hoảng, nên các DN lớn luôn được ưu tiên tiếp cận nguồn vốn và với LS thấp. Trong khi đó, các DNN&V thường là DN mới gia nhập thị trường, luôn luôn gặp trở ngại trong tiếp cận tín dụng do không có tài sản đảm bảo, không có hồ sơ hoặc lịch sử tín dụng rõ ràng, hệ thống báo cáo tài chính chưa đủ tin cậy và dễ bị tổn thương khi thị trường biến động nên các NHTM còn dè dặt cho vay vốn hoặc cho vay với mức LS cao để đảm bảo an toàn cho hệ thống. Mặt khác, TTTPDN chưa trở thành kênh huy động vốn hiệu quả đối với DNN&V.

Kết quả tính toán mẫu dữ liệu thực trạng của hai nhóm DNNN và DNTN trong 10 năm qua (2008-2019) cũng cho thấy luôn luôn có sự chênh lệch về mức CPV trung bình của hai nhóm DN này.

Biểu đồ 3.3: Chi phí vốn trung bình của các doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân giai đoạn 2007-2020



Nguồn: Tác giả tính toán

Biểu đồ 3.3 biểu thị LS trung bình giữa hai nhóm DNNN và DNTN. Diễn biến LS của hai nhóm này cũng không khác diễn biến LS trung bình của mẫu dữ liệu. Nhưng có thể thấy sự khác nhau giữa hai nhóm này khi DNNN luôn có CPV thấp, thậm chí thấp hơn so với mức trung bình CPV cùng kỳ của mẫu dữ liệu rất nhiều. Nguyên nhân chủ yếu của hiện tượng nhóm DNNN luôn luôn có mức CPV trung bình thấp hơn so với nhà DNTN là do các DNNN thường được ưu tiên các nguồn lực để phát triển, như thường được ưu tiên vay vốn tại các NHTM cổ phần nhà nước với mức LS ưu đãi nhất là khi vay vốn để triển khai các dự án ĐT thuộc lĩnh vực nhà nước ưu tiên tại Ngân hàng phát triển Việt Nam, hoặc các quỹ như Quỹ Bảo vệ môi trường Việt Nam, Quỹ NAFOTED... Chẳng hạn, theo nguồn số

liệu của NHNN đến cuối năm 2016, LS cho vay VND từ nguồn trung, dài hạn của các NHTM nhà nước đối với lĩnh vực thông thường là 9,3-10,3%, đối với lĩnh vực ưu tiên (Nông nghiệp, nông thôn, xuất khẩu, công nghệ hỗ trợ, DN ứng dụng công nghệ cao...) là 9,0-10,0%; LS cho vay từ nguồn trung dài hạn của các NHTM cổ phần đối với các lĩnh vực thông thường là 10-10,5%. Đối với cho vay USD (chủ yếu là đối với DN xuất khẩu, thường là DNNN) cũng có sự khác biệt nhất định giữa hai nhóm NHTM nhà nước và nhóm NHTM cổ phần: NHTM nhà nước cho vay USD trung dài hạn với mức LS 4,9-6,0%, trong khi chỉ số này của các NHTM cổ phần là 5-6,0%.

Đây có thể là điểm đặc trưng ở các thị trường mà DNNN được ưu tiên các nguồn lực để phát triển.

3.2.2. Kết quả sử dụng mô hình định lượng đánh giá thực trạng tác động của thị trường vốn qua kênh chi phí vốn và kênh dòng tiền đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết

3.2.2.1. Ước lượng độ trễ tối ưu trong mô hình nghiên cứu

Tổng số 695 DN đã được nghiên cứu với 26.425 quan sát của mỗi biến trong mô hình. Số liệu nghiên cứu được lấy trong khoảng thời gian 11 năm. Tính đến năm 2020, có 152 DN do nhà nước chi phối chiếm 21,87% mẫu nghiên cứu và 543 là DNTN chiếm 78,13% mẫu nghiên cứu. Trong khoảng thời gian nghiên cứu, trung bình tăng trưởng tài sản cố định của các DN được nghiên cứu là 20,92%. Trung bình tăng trưởng của các DNNN, DN tư nhân lần lượt là 6% và 29,25%. Trung bình tăng trưởng của các DN lớn và DNN&V là 24,20% và 17,12%

Khi đã xác định được mối quan hệ dài hạn giữa các biến thì mô hình ARDL được tiến hành kiểm nghiệm. Mô hình ARDL dựa vào các tiêu chí AIC, SBC và HQC cho độ trễ tối ưu là (5,5,5,5). Độ trễ được lựa chọn là độ trễ dựa theo tiêu chí AIC. Kết quả được trình bày trong bảng 3.5.

Bảng 3.1: Độ trễ tối ưu trong mô hình nghiên cứu

Biến	Hệ số	Hệ số p
IK(-1)	0,936***	0,000
IK(-2)	-0,010	0,216
IK(-3)	0,011	0,200
IK(-4)	0,015*	0,069
IK(-5)	-0,016***	0,009
SALE	0,063***	0,000
SALE(-1)	-0,017**	0,035
SALE(-2)	-0,025***	0,001
SALE(-3)	-0,003	0,676
SALE(-4)	-0,019**	0,017
SALE(-5)	0,022***	0,003
UC	-0,257***	0,000
UC(-1)	0,282***	0,000
UC(-2)	-0,015	0,427
UC(-3)	0,016	0,399
UC(-4)	-0,071***	0,000
UC(-5)	0,032**	0,026
CF	-1,471*	0,076
CF(-1)	6,358***	0,000
CF(-2)	-5,898***	0,000
CF(-3)	3,347***	0,000
CF(-4)	0,607	0,481
CF(-5)	2,738***	0,001
INPT	-24,362***	0,001
TREND	0	0,752

***, ** và * tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tác giả tính toán

3.2.2.2. Ước mô hình hiệu chuẩn sai số - *Error Correction Model (ECM)*

Tiếp theo, mô hình ECM đã được ước tính. Mô hình ước tính ECM có hai phần. Phần thứ nhất chứa các hệ số ước tính của các tác động ngắn hạn và phần thứ hai bao gồm ước tính tác động của các quan hệ ngắn hạn đếm các tác động dài hạn trong mô hình.

Bảng 3.2: Ước lượng các hệ số dài hạn của mô hình ARDL

Biến	Hệ số	Hệ số p
SALE	0,319***	0,000
UC	-0,202**	0,017
CF	87,996***	0,001
INPT	-377,396***	0,001
TREND	0	0,752

***, ** và * tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tác giả tính toán

Phương trình dài hạn có thể được ước tính như sau:

$$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = -377,396 + 0,319 \frac{SALE_{i,t}}{K_{i,t-1}} + 87,996 \frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} - 0,202 UC_{i,t}$$

3.2.2.3. Mô phỏng tác động của các biến độc lập đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp

Trong phần này, nghiên cứu phân tích tác động của các biến trong phương trình hồi quy. Sau đó nghiên cứu thực hiện các mô phỏng sự thay đổi của ĐT của DN khi các biến thay đổi trong mô hình. Nghiên cứu sử dụng các hệ số như được trình bày trong bảng 3.1.

Giả định như sau, các chỉ số về dòng tiền, doanh thu, CPV và ĐT của DN đang ở trạng thái ổn định. Tiếp theo, giả định có một thay đổi nhất định ở một đại lượng tại thời điểm t và sau đó trở về trạng thái ổn định (ví dụ: CPV tại thời điểm

t giảm đi 1% và sau đó không thay đổi nữa tại các thời điểm tiếp theo, khi mà các biến doanh thu hay dòng tiền là ổn định trong suốt thời gian). Các thí nghiệm tương tự cũng có thể được làm cho biến doanh thu hay

Cần lưu ý rằng mô phỏng này vẫn có nhiều khiếm khuyết ở một số vấn đề. Đầu tiên, các biến chi phí vốn, doanh thu, và dòng tiền là các biến nội sinh, điều này ngụ ý rằng thay đổi trong một biến có tác dụng ngay lập tức hoặc bị trễ trên các biến khác. Về cơ bản, phương trình hồi quy chỉ mô tả tác động đến biến ĐT của DN. Trên thực tế là một hệ đa phương trình mô phỏng tác động của các biến với nhau. Tuy nhiên, vấn đề này nằm ngoài phạm vi nghiên cứu của Luận án. Thứ hai, phương trình hồi quy chứa K (là nguồn vốn của DN) ở cả biến phụ thuộc và biến độc lập. Vì vậy, thay đổi ở biến I/K sẽ làm thay đổi K từ đó làm thay đổi biến CF/K (biến dòng tiền). bởi vậy, trong phần mô phỏng này, để CF/K được giữ nguyên thì nghiên cứu ngầm xác định rằng dòng tiền sẽ thay đổi cùng tốc độ với thay đổi của K để không làm thay đổi biến CF/K. Mặc dù gặp một số vấn đề như trên nhưng mô phỏng của nghiên cứu vẫn sẽ cung cấp tác động của thay đổi trong một biến của phương trình.

Các bảng thể hiện sự thay đổi của I/K khi một biến độc lập nào đó thay đổi 1% trong năm đầu tiên.

Bảng 3.3: Thay đổi trong đầu tư (%) sau khi biến doanh thu tăng 1% tại thời điểm t

Thay đổi trong đầu tư (%)	
t	0,063
t+1	0,033
t+2	0,006
t+3	0,005
t+4	-0,013
t+5	0,009

Nguồn: Tác giả tính toán

Bảng 3.3 hiển thị thay đổi trong ĐT sau khi doanh thu tăng thêm 1%. Trái với nhận định về ảnh hưởng của doanh thu đến ĐT của DN, theo các quan điểm thông thường thì tăng trưởng doanh thu là một trong các yếu tố giúp tăng trưởng giá trị DN. Khi doanh thu tăng thì DN được đánh giá đang hoạt động tốt, vì vậy DN sẽ tăng việc ĐT để có thể tận dụng được tình hình kinh doanh đang tốt. Kết quả của nghiên cứu ủng hộ nhận định này. Tăng trưởng doanh thu thêm 1% lại làm tăng ĐT của DN trong cùng quý 0,063%. Từ quý thứ 2 ở đi thì tăng doanh thu vẫn giúp ĐT tăng thêm nhưng tác động lại khá nhỏ (chỉ từ 0,03% trở xuống).

Bảng 3.4: Thay đổi trong đầu tư (%) sau khi biến CPV tăng 1% tại thời điểm t

Thay đổi trong đầu tư (%)	
t	-0,257
t+1	0,041
t+2	0,039
t+3	0,036
t+4	-0,041
t+5	-0,001

Nguồn: Tác giả tính toán

Bảng 3.5 hiển thị thay đổi I/K sau khi CPV tăng thêm 1%. Chi phí vốn tăng thêm 1% thì ĐT của DN sẽ giảm đi tới 0,257%. Sau đó, DN có thể điều chỉnh để thích ứng với điều kiện tài chính mới và làm giảm tác động của CPV đi, tuy nhiên ĐT của DN cũng không tăng quá nhiều.

Bảng 3.5: Thay đổi trong đầu tư sau khi biến dòng tiền tăng 1% tại thời điểm t

Thay đổi trong ĐT (%)	
t	-1,471
t+1	4,981
t+2	-1,236

t+3	2,190
t+4	2,027
t+5	4,735

Nguồn: Tác giả tính toán

Bảng 3.6 hiển thị thay đổi I/K sau khi dòng tiền tăng thêm 1%. Có thể thấy ĐT của DN phụ thuộc rất nhiều vào dòng tiền nội bộ của DN, khi mà 1% tăng thêm của dòng tiền chỉ làm giảm ĐT của DN đi khoảng 1,5% trong quý đầu tiên và làm giảm rất nhiều ĐT trong các quý sau. Kết quả này cho thấy các DN có xu hướng phụ thuộc rất nhiều vào nguồn tài chính từ hoạt động SXKD của mình. Điều này cũng dễ hiểu khi mà chi phí đi vay vốn hay phát hành cổ phiếu đều rất cao trong giai đoạn từ 2008 đến nay, mặc dù LS đã giảm mạnh sau khi đạt đỉnh vào năm 2008-2009. Các DN chắc chắn phải cân nhắc việc sử dụng nguồn vốn có chi phí cao sẽ làm tình hình tài chính của DN không được khả quan và dễ mắc phải phá sản.

3.2.2.4. Tác động của việc thay đổi lãi suất đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp

Về cơ bản, việc LS thay đổi sẽ tác động đến ĐT của DN thông qua hai kênh tác động. Đầu tiên, LS trên thị trường sẽ làm thay đổi CPV của DN, LS tăng sẽ làm CPV tăng. Thứ hai, thay đổi LS sẽ làm thay đổi chi phí lãi vay mà DN phải trả và cuối cùng là làm tác động đến dòng tiền của DN. Khi đó LS tăng, chi phí lãi vay sẽ tăng, qua đó làm giảm dòng tiền nội bộ của DN. Cần lưu ý là 1% tăng thêm của LS tức là tăng 1% của giá trị tuyệt đối, ví dụ từ 8% lên 8,08%.

Đầu tiên, Luận án nghiên cứu ảnh hưởng của LS đến chi phí vốn. Do LS là một thành phần trong tính toán chi phí vốn. Nên thay đổi trong LS cũng chính là thay đổi trong chi phí vốn. Vì vậy, có thể coi rằng nếu LS tăng/giảm % thì CPV cũng tăng/giảm %. Nên khi LS tăng thêm 1% (qua kênh tác động chi phí vốn) thì ĐT của DN sẽ thay đổi như trong bảng 3.7 .

Nghiên cứu cũng điều tra ảnh hưởng của thay đổi 1% trong LS thị trường đối với dòng tiền. Vì các khoản thanh toán lãi vay là một yếu tố làm giảm dòng tiền của DN. Khi các DN phải trả các khoản lãi vay nhiều hơn, họ sẽ có dòng tiền ít hơn. Nghiên cứu thực hiện một OLS để điều tra tác động của chi phí lãi vay đến dòng tiền và có kết quả là khi chi phí lãi vay tăng 1% thì dòng tiền giảm 1,961% ở mức ý nghĩa 99%. Vì vậy, thông qua kênh tác động là dòng tiền thì 1% tăng thêm của LS thì ĐT của DN sẽ thay đổi (%) như trong bảng 3.11.

Bảng 3.6: Thay đổi trong đầu tư sau khi lãi suất tăng thêm 1% tại thời điểm t

Thay đổi trong ĐT (%)	
t	2,629
t+1	-9,726
t+2	2,462
t+3	-4,259
t+4	-4,016
t+5	-9,287

Nguồn: Tác giả tính toán

Có thể thấy việc LS tăng sẽ làm tăng CPV cũng như làm giảm lượng tài chính tự do của DN, qua đó làm giảm ĐT của DN. Cụ thể, nếu LS tăng thêm 1% (Ví dụ, từ 8% lên 8,08%) thì ĐT của DN trong quý đầu tiên sẽ tăng khoảng 2,6%. Các quý tiếp theo thì làm giảm ĐT của DN đi rất lớn từ 4% - 9%. Điều này có thể được giải thích là khi LS tăng, các DN phải nhanh chóng tăng ĐT vào quý đầu tiên để tránh việc LS có thể tăng tiếp và hoàn thành các dự án ĐT dang dở, sau đó phải chấp nhận giảm ĐT từ quý 2 trở đi do chi phí vốn đã tăng cao và dòng tiền cũng sụt giảm cho chi phí lãi vay tăng.

3.2.2.5. Ảnh hưởng của hạn chế tài chính đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp

Theo như Bảng 3.6 ước lượng các hệ số dài hạn của mô hình ARDL, thì các DN được nghiên cứu đều gặp vấn đề HCTC khi mà ĐT của DN phụ thuộc rất lớn vào dòng tiền nội bộ của DN.

Trong phần này, Luận án kiểm tra xem đặc điểm của các DN có làm ảnh hưởng đến ĐT của DN hay không. Các đặc điểm này của DN chính là các yếu tố gây ra HCTC cho DN. Tuy có nhiều các đặc điểm khác nhau nhưng nghiên cứu sẽ chỉ tập trung vào hai vấn đề chính là: Sở hữu nhà nước và quy mô DN. Bằng cách so sánh hệ số tác động dài hạn của dòng tiền đến ĐT của các nhóm DN, nghiên cứu có thể chỉ ra liệu các đặc điểm đó có phải là lý do gây ra HCTC của DN.

** Ảnh hưởng của sở hữu nhà nước đến quyết định ĐT của DN*

Bảng 3.7: Ảnh hưởng của sở hữu nhà nước đến đầu tư của doanh nghiệp

Biến	Hệ số dài hạn của DNNN	Hệ số dài hạn của DNTN
SALE	-0,042 (0,761)	0,443 (0,000)***
UC	-0,153 (0,414)	-0,232 (0,013)**
CF	2780,200 (0,249)	83,403 (0,001)***

***, ** và * tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Bảng 3.8 chứa kết quả hồi quy của phương trình (3) khi nghiên cứu tác động của dòng tiền, CPV và doanh thu đến ĐT của DN có sở hữu nhà nước là đa số và DN có sở hữu tư nhân là đa số.

Có thể thấy biến dòng tiền không có ý nghĩa trong nghiên cứu về nhóm các DNNN. Điều này chứng tỏ các DNNN không bị gặp vấn đề HCTC khi thực hiện các dự án ĐT.

Trong khi ở trường hợp các DNTN thì biến này có ý nghĩa và tác động đến quyết định ĐT cũng rất lớn. Có thể thấy DNTN bị HCTC, gặp các khó khăn trong

việc tìm kiếm các nguồn vốn từ bên ngoài và rất phụ thuộc vào nguồn tài chính nội bộ của DN.

** Ảnh hưởng của quy mô DN đến quyết định ĐT của DN*

Bảng 3.8: Ảnh hưởng của quy mô doanh nghiệp đến đầu tư của doanh nghiệp

Biến	Hệ số dài hạn của DN lớn	Hệ số dài hạn của DNN&V
SALE	-0,041 (0,769)	0,329 (0,000)***
UC	-0,146 (0,435)	-0,368 (0,005)***
CF	2761,600 (0,249)	74,813 (0,007)***

***, ** và * tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Bảng 3.9 chứa kết quả hồi quy của phương trình (3) khi nghiên cứu tác động của dòng tiền, CPV và doanh thu đến ĐT của DN theo đặc điểm về quy mô.

Có thể thấy biến dòng tiền có ý nghĩa trong cả hai nghiên cứu. Tuy nhiên, ở trường hợp các DN lớn thì dòng tiền có hệ số tác động đến ĐT lớn hơn rất nhiều ở các DNN&V.

Điều này là điều mâu thuẫn so với các nghiên cứu trước đó về HCTC. Khi các nghiên cứu trước cho rằng các DN lớn sẽ có nhiều tiềm lực, mối quan hệ lẫn tài sản đảm bảo để có thể dễ dàng tìm kiếm các nguồn vốn bên ngoài.

3.3. TỔNG HỢP ĐÁNH GIÁ THỰC TRẠNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG VỐN VIỆT NAM VÀ TÁC ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG VỐN ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM YẾT

3.3.1. Tổng hợp những phát hiện mới từ kết quả đánh giá định lượng tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết

Kết quả sử dụng mô hình ARDL nghiên cứu dữ liệu và vận dụng phương pháp tính chi phí vốn bình quân theo trọng số (WACC) có điều chỉnh (thay biến

độc lập chi phí vốn chủ sở hữu bằng biến LS cho vay dài hạn) đối với mẫu nghiên cứu có tổng số 695 DN đã niêm yết, với 26.425 quan sát của mỗi biến trong mô hình phân tích đánh giá (trong đó, tính đến năm 2020, có 152 DN do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ hoặc cổ phần chi phối, chiếm 21,87% mẫu nghiên cứu, và 543 DN tư nhân, chiếm 78,13% mẫu nghiên cứu), với chuỗi thời gian quan sát từ năm 2007 đến năm 2020, sử dụng nguồn số liệu từ NHNN, từ các báo cáo tài chính và kiểm toán của DN, lập ma trận tương quan để xác định mối tương quan giữa biến phụ thuộc và biến độc lập, cho thấy :

(1) *LS trên TTV có tác động lớn đến quyết định ĐT của DN qua kênh chi phí vốn của DN và có sự phân biệt giữa các DN lớn với các DNN&V, giữa các DN nhà nước (DNNN) với các DN tư nhân (DNTN).* Trong đó, chi phí vốn trung bình của các DN phi tài chính đã niêm yết trong thời kỳ 2008-2020 đã có sự biến động lớn: trong hai năm 2008-2009, chi phí vốn trung bình của các DN dao động quanh mức 7%, nhưng sau đó đã tăng đột biến gần gấp đôi trong giai đoạn khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu, đạt đỉnh vào năm 2011 (gần 12%), giảm dần nhưng còn ở mức cao trong các năm 2012-2013, từ năm 2014-2016 tương đối ổn định quanh mức 7% và các năm 2017-2020 tiếp tục giảm xuống quanh mức 6%.

Trong thời kỳ 2008-2020, luôn có sự chênh lệch giữa mức chi phí vốn trung bình của nhóm DN lớn với mức chi phí vốn trung bình của nhóm DNN&V, chênh lệch giữa mức chi phí vốn trung bình của nhóm DNNN với mức chi phí vốn trung bình của nhóm DNTN; trong đó, mức chi phí vốn trung bình của nhóm DNN&V luôn cao hơn mức chi phí vốn trung bình của nhóm DN lớn, mức chi phí vốn trung bình của nhóm DNTN luôn cao hơn mức chi phí vốn trung bình của nhóm DNNN. Lý do chủ yếu của hiện tượng này nằm ở khâu tiếp cận tín dụng. Các DN lớn thường là các DN đã có vị thế khá vững chắc trên thị trường, có nguồn doanh thu ổn định, có thể bảo đảm được khả năng chi trả các nghĩa vụ về nợ nên thường được ưu tiên tiếp cận các nguồn vốn với LS thấp. Trong khi đó, các DNN&V

thường là DN mới gia nhập thị trường, luôn gặp trở ngại trong tiếp cận tín dụng do không có đủ tài sản đảm bảo, không có hồ sơ hoặc lịch sử tín dụng rõ ràng, hệ thống báo cáo tài chính chưa đủ tin cậy và dễ bị tổn thương khi thị trường có biến động nên các Ngân hàng thương mại (NHTM) còn dè dặt cho vay nguồn vốn dài hạn hoặc cho vay với mức LS cao để bảo đảm an toàn cho hệ thống. Đối với hiện tượng mức chi phí vốn trung bình của DNTN luôn cao hơn mức chi phí vốn trung bình của DNNN có nguyên nhân chủ yếu là do các DNNN thường là các DN lớn và thường được ưu tiên vay vốn dài hạn tại các NHTM với LS ưu đãi, nhất là khi vay vốn để triển khai các dự án ĐT thuộc lĩnh vực mà Nhà nước có chính sách ưu tiên, như: Nông nghiệp, nông thôn, xuất khẩu, công nghiệp hỗ trợ, DN ứng dụng công nghệ cao...

Quyết định ĐT của DN có quan hệ ngược chiều với chi phí vốn của DN và lại có mối quan hệ ngược chiều với LS trên thị trường. Thông qua kênh chi phí vốn, khi LS tăng 1% thì ĐT của DN giảm 0,257% trong quý đầu tiên, đến quý thứ hai trở đi thì khiến cho tăng trưởng của ĐT tăng khoảng 0,04% mỗi quý. Lý do của hiện tượng này gồm: Một là, các khoản ĐT của DN không hiệu quả nên DN phải bán bớt các tài sản để cân bằng lại tình hình tài chính của DN; hai là, do DN đã điều chỉnh để thích ứng dần với tình hình LS tăng.

(2) *LS trên TTV có tác động làm thay đổi chi phí vay nợ, qua đó làm thay đổi dòng tiền mà DN có thể dùng để ĐT.* Theo đó, ĐT của DN có mối tương quan ngược chiều với dòng tiền, doanh thu. Do dòng tiền có ảnh hưởng lớn đến ĐT của DN, nên thay đổi nhỏ trong LS cũng làm thay đổi rất lớn đến ĐT của DN. Kết quả phân tích định lượng cho thấy, khi LS giảm đi 1% thì dòng tiền của DN tăng thêm 1,961% và qua đó ĐT của DN giảm đi 2,885% trong quý đầu tiên nhưng lại khiến ĐT tăng rất nhiều trong các quý tiếp theo. Kết quả này cho thấy LS trên TTV tác động khá mạnh qua kênh dòng tiền đến ĐT của DN.

(3) *Thị trường chứng khoán chưa là kênh huy động vốn chủ yếu của DN phi tài chính đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.* Kết quả nghiên cứu định lượng cho thấy, trên thực tế TTV Việt Nam đang tồn tại các cản trở khiến cho DN không tiếp cận được nguồn vốn bên ngoài hoặc phải chấp nhận chi phí cao. Kết quả nghiên cứu mối quan hệ giữa dòng tiền và ĐT cũng cho thấy các DN bị HCTC phải đối mặt với sự khác biệt về chi phí giữa việc huy động vốn từ bên trong và bên ngoài, nhiều DNN&V hoặc DNTN ở tình trạng không có khả năng huy động được lượng vốn cần thiết cho ĐT và tăng trưởng của DN. Trên thực tế ở Việt Nam, các DN vẫn phải dựa nhiều vào nguồn vốn nội tại của mình để tiến hành ĐT. Hệ số đo lường mối quan hệ giữa dòng tiền và ĐT ở các DN phi tài chính ở Việt Nam là 87,996 (Theo kết quả nghiên cứu của Fazzari, Hubbard and Petersen (1988) thì hệ số này ở các DN sản xuất tại Mỹ là 0,20-0,70 trong giai đoạn 1970-1984; nghiên cứu của Chen và Chen (2012) chỉ ra rằng hệ số dòng tiền – ĐT đã giảm dần và đang biến mất hoàn toàn trong những năm gần đây tại Mỹ. Hay nghiên cứu của Lerskullawat (2012) về hệ số dòng tiền – ĐT của DN của Thái Lan chỉ khoảng 1,773). Điều đó chứng minh rằng, hệ số dòng tiền – ĐT ở các DN phi tài chính ở Việt Nam đang ở mức rất cao và là một trở ngại lớn đến ĐT của DN Việt Nam.

(4) *Quyết định ĐT của DNNN đã niêm yết ít bị tác động bởi TTV.* Kết quả phân tích, đánh giá định lượng cho thấy, dòng tiền trên TTV không có tác động đến các DNNN (có thể các DNNN dễ dàng tìm kiếm được nguồn vốn bên ngoài cho các dự án ĐT); doanh thu cũng không tác động đến quyết định ĐT của DNNN đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Mặt khác, LS trên thị trường không có tác động (dù là nhỏ) đến quyết định ĐT của DNNN khi LS và ĐT của DNNN được chứng minh là không có mối quan hệ trong kết quả nghiên cứu định lượng này (Trong khi các DNTN thì hệ số này là 83,403). Tức là nếu LS giảm đi thì ĐT của DNNN cũng không tăng. Điều này rất có ý nghĩa đối với các nhà quản lý kinh tế vĩ mô khi hoạch định chính sách. Cụ thể, trong khoảng thời gian từ 2010-2012 khi LS cho vay trên thị trường tăng lên trên 10% thì tốc độ tăng trưởng tài sản cố

định của DNNN đạt 7,88% cao hơn tốc độ tăng trưởng trung bình của cả giai đoạn là 6%. Sang năm 2013 khi LS cho vay được kiểm soát giảm về mức của năm 2008 thì tốc độ tăng trưởng tài sản cố định của DNNN lại giảm còn 7,56%, sang đến năm 2014 lại tiếp tục giảm còn 3,08% trước khi về mức trung bình vào năm 2015. Hoàn toàn đi ngược lại so với nhận định ban đầu là LS giảm thì đầu tư của DN tăng còn khi LS tăng thì đầu tư của DN giảm.

(5) *Có sự phân biệt giữa các chủ thể tham gia vào TTV.* Kết quả nghiên cứu định lượng cho thấy, tác động của TTV đến quyết định ĐT của các loại DN là khác nhau. Các DNN&V ở Việt Nam là đối tượng chính chịu tác động của HCTC so với các DN lớn (có thể do các DN lớn có tỉ lệ đòn bẩy thấp nên được các nhà ĐT đánh giá là ít rủi ro trong hoạt động kinh doanh). Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng chỉ ra LS không có tác động tới các DN lớn (việc giảm LS để kích thích ĐT các DN này cho kết quả không lớn như các DNN&V).

Mặt khác, như trên đã đề cập, trong khi DNNN không gặp vấn đề HCTC cũng như không bị ảnh hưởng bởi các chính sách về LS trong hoạt động ĐT, thì đối với trường hợp các DNTN lại có hệ số dòng tiền và ĐT ở mức rất cao là 83,403; trong khi đó, chi phí vốn của DNTN cũng bị ảnh hưởng với hệ số là -0.232 (trong khi chỉ số này tính bình quân cho tất cả các loại hình DN chỉ ở mức -.201).

Như vậy, trên cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu ở Chương 2, trong chương 3 Luận án đã phân tích, làm rõ thực trạng phát triển và tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Trong đó, Luận án dùng mô hình tự hồi quy phân phối trễ (AutoRegressive Distributed Lag – ARDL) với độ trễ tối ưu là ARDL (5,5,5,5) và mô hình hiệu chỉnh sai số ECM để thực hiện nghiên cứu định lượng từ đó đánh giá tác động của CPV và dòng tiền của DN đến quyết định ĐT của DN. Từ đó, Luận án mô phỏng tác động của LS trên thị trường đến quyết định ĐT của DN. Ngoài ra, Luận án cũng sử dụng kết quả nghiên cứu định lượng để chứng minh TTV Việt Nam có sự

thiên vị khi ưu tiên cung cấp vốn cho một số nhóm các DN nhất định, chính vì vậy đã tạo ra sự HCTC cho các DN khác.

3.3.2. Tổng hợp đánh giá định tính thực trạng phát triển thị trường vốn Việt Nam ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết

3.3.2.1. Những thành quả chủ yếu

Một là, Thể chế TTV nhất là luật pháp, chính sách cho hoạt động của TTV đã được ban hành tương đối đồng bộ và liên tục được đổi mới, hoàn thiện theo thông lệ quốc tế. Riêng giai đoạn 2017-2020, thực hiện chủ trương tái cơ cấu thị trường tài chính, tái cơ cấu TTV, một loạt văn bản pháp luật, chính sách đã được Nhà nước sửa đổi như Luật Chứng khoán ngày 26/11/2019 (Luật số 54/2019/QH14) nhằm đảm bảo đồng bộ với Luật Doanh nghiệp (sửa đổi năm 2020), Luật Đầu tư (sửa đổi năm 2020) và các yêu cầu mới đặt ra. Trong đó, tại Luật Doanh nghiệp năm 2020, Nhà nước đã có chính sách cho phép doanh nghiệp được phát hành trái phiếu riêng lẻ, tạo điều kiện pháp lý phát triển thị trường TPDN. Đồng thời, đã có 06 Nghị định của Chính phủ, 04 quyết định của Thủ tướng Chính phủ và 11 Thông tư của Bộ Tài chính được ban hành. Trong đó, Nghị định số 71/2017/NĐ-CP hướng dẫn về quản trị công ty đại chúng, Nghị định số 95/2018/NĐ-CP bổ sung quy định về quyền lợi và nghĩa vụ của nhà tạo lập thị trường trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp, xác lập cơ chế bảo đảm thanh khoản cho nhà tạo lập thị trường nhằm thúc đẩy thanh khoản thị trường TTCP theo thông lệ quốc tế; Nghị định số 163/2018/NĐ-CP đã tạo điều kiện thuận lợi cho các DN huy động vốn trái phiếu trên thị trường, tăng cường minh bạch và công khai thông tin, vừa tạo thuận lợi cho các DN phát hành, các nhà ĐT, vừa nâng cao hiệu quả quản lý, giám sát của các cơ quan quản lý Nhà nước; Quyết định số 1191/QĐ-TTg ngày 14/8/2017 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt lộ trình phát triển TTTP giai đoạn 2017-2020, tầm nhìn đến năm 2030; Quyết định số 32/QĐ-TTg ngày

07/01/2019 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Đề án thành lập Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Bộ tài chính đã ban hành: Thông tư số 95/2017/TT-BTC ngày 06/06/2017 hướng dẫn về quản trị công ty áp dụng đối với công ty đại chúng; Thông tư số 134/2017/TT-BTC ngày 19/12/2017 hướng dẫn giao dịch điện tử trên TTCK; Thông tư số 116/2017/TT-BTC ngày 25/10/2017 hướng dẫn công tác giám sát tuân thủ của UBCKNN đối với hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK của Sở giao dịch chứng khoán, trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam; Thông tư số 87/2017/TT-BTC ngày 15/8/2017 quy định chỉ tiêu an toàn tài chính và biện pháp xử lý đối với tổ chức kinh doanh chứng khoán không đáp ứng chỉ tiêu an toàn tài chính; Thông tư số 13/2019/TT-BTC ngày 15/3/2019 về đăng ký giao dịch chứng khoán trên hệ thống giao dịch cho chứng khoán chưa niêm yết; Thông tư số 35/2019/TT-BTC về sửa đổi các thông tư số 115/2017/TT-BTC và thông tư số 116/2017/TT-BTC

Nhìn chung, hệ thống văn bản pháp luật, chính sách dần được hoàn thiện nêu trên đã tạo lập môi trường thể chế thuận lợi, công khai, minh bạch cho các chủ thể tham gia TTV Việt Nam, hỗ trợ và khuyến khích các DNPTC tham gia niêm yết và huy động vốn cho các dự án ĐT mở rộng SXKD, góp phần giảm thiểu tình trạng HCTC của DN, nhất là đổi mới cá DNN&V. Đặc biệt, đối với TTTP, giai đoạn 2017-2020. Chính phủ đã ban hành 05 Nghị định, Thủ tướng Chính phủ ban hành 02 Quyết định và Bộ tài chính ban hành 05 thông tư; theo đó hoạt động phát hành TPCP, trái phiếu chính phủ riêng lẻ (TPCPRL) và TPCQĐP đã được cải tiến phù hợp với thông lệ quốc tế thông qua đổi mới quy trình phát hành, rút ngắn thời gian từ nhận phát hành đến nhận thanh toán. Hiện nay, Nghị định hướng dẫn quy định về chào bán và giao dịch TPDN riêng lẻ và Nghị định hướng dẫn thi hành Luật Chứng khoán quy định về chào bán TPDN ra công chúng đang được hoàn thiện, ban hành sẽ tạo dựng khung pháp lý đồng bộ cho hoạt động của thị trường TPDN, kích thích các DNPTC tham gia TTTPDN, giảm dần sự phụ thuộc vào thị trường tín dụng ngân hàng.

Hai là, Quy mô TTV ngày càng lớn, số lượng chủ thể thị trường ngày càng nhiều, khách thể thị trường ngày càng đa dạng, cấu trúc thị trường đang dần hoàn thiện. TTV Việt Nam tăng trưởng nhanh và đang dần hoàn thiện về cấu trúc với 3 cấu phần: i, Thị trường vốn tín dụng trung và dài hạn; ii, Thị trường chứng khoán (gồm TTCP và TTTP) và thị trường chứng khoán phái sinh); iii, thị trường vốn đầu tư mạo hiểm. Các cấu phần này của TTV Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2017 đến nay đều đang có sự tăng trưởng và phát triển mạnh. Quy mô TTV Việt Nam năm 2018 tương đương 111% GDP cuối năm 2019 tương đương 113 %GDP, thu hẹp dần khoảng cách với quy mô TTV tín dụng ngân hàng (Năm 2018 tương đương 131% GDP). Theo Báo cáo của Chính phủ về tình hình thực hiện kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2016-2020, quy mô TTV có xu hướng tăng liên tục từ năm 2016, đến năm 2019 mức vốn hóa TTCP đạt 64,5% GDP, TTTP tương đương 30,3% GDP trong đó, thị trường TPDN đạt khoảng 10,9% GDP trở thành một kênh huy động vốn quan trọng cho DNPTC. Đến hết tháng 6/2020, đã có 746 cổ phiếu và chứng chỉ quỹ được niêm yết với tổng giá trị niêm yết theo mệnh giá là 10.311 nghìn tỷ đồng (gấp 2 lần so với năm 2015); 903 cổ phiếu đang giao dịch trên thị trường UPCoM với tổng giá trị đăng ký giao dịch trên 390 nghìn tỷ đồng; trên 2,5 triệu tài khoản nhà ĐT mở tại các công ty chứng khoán. Thị trường chứng khoán phái sinh tuy mới chính thức đi vào hoạt động từ tháng 8/2017 nhưng đã có bước tăng trưởng tốt và ổn định, đến nay đã có 02 sản phẩm là hợp đồng chỉ số VN30 và hợp đồng tương lai trên TTCP kỳ hạn 05 năm; số lượng tài khoản giao dịch phái sinh đến cuối năm 2019 đạt 90.860 tài khoản, tăng 58% so với cuối năm 2018. Tương tự, TTV ĐT mạo hiểm thiết lập từ năm 2017, đã có bước tăng trưởng nhanh với sự tham gia của khoảng 40 quỹ ĐT mạo hiểm đã cung cấp 899 triệu USD cho khoảng 3.000 DN khởi nghiệp sáng tạo (Báo cáo Chính phủ, 2020).

Theo thống kê của Ngân hàng Thế giới (Worldbank), đầu tư gián tiếp nước ngoài tại Việt Nam đạt mức cao nhất ở mức 6,2 tỷ USD vào năm 2007 nhưng nhanh chóng sụt giảm vào giai đoạn 2008-2009, thậm chí các nhà ĐT còn rút vốn

khởi thị trường. Hiện tượng này còn lặp lại vào giai đoạn 2014-2016. Tuy nhiên, tổng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đã tăng trưởng lại rất nhiều trong khoảng 2016-2019, đạt giá trị trên 8 tỷ đô la Mỹ. Các nhà đầu tư đến từ Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc là những người có giá trị danh mục đầu tư lớn nhất trên TTCK Việt Nam.

Ba là, TTV Việt Nam đang được tái cấu trúc, nâng *cao hiệu quả huy động và phân bổ vốn ĐT phát triển, hướng tới trở thành kênh huy động vốn chủ yếu của các DNPTC*. Trong đó, TTTP tăng trưởng nhanh, đang hướng tới sự đồng bộ (TPCP, TPCQĐP, TPDN...) góp phần hỗ trợ chính phủ, chính quyền địa phương và các DNPTC huy động vốn. Các sản phẩm hàng hóa trên TTTP ngày càng đa dạng để đáp ứng như cầu của nhà ĐT; bên cạnh sản phẩm trái phiếu truyền thống với LS cố định đã phát triển các sản phẩm có LS thả nổi, trái phiếu không trả lãi định kỳ, trái phiếu có kỳ trả lãi linh hoạt, trái phiếu có màu tự nhiên trong ĐT phát triển (trái phiếu xanh). Thanh khoản trên TTTP cũng được cải thiện; khối lượng giao dịch trái phiếu bình quân phiên tăng từ mức 1.000 – 1.200 tỷ đồng/phiên năm 2012 lên mức 8.800 tỷ đồng/phiên năm 2018 và 9.200 tỷ đồng/phiên năm 2019. Thị trường TPCP đã được tái cơ cấu một cách hiệu quả về kỳ hạn (kỳ hạn phát hành bình quân TPCP liên tục được kéo dài, đạt mức kỷ lục 14,01 năm trong 6 tháng đầu năm 2020, theo đó kỳ hạn còn lại bình quân của danh mục nợ TPCP được kéo dài từ 5,98 năm vào thời điểm cuối năm 2016 lên mức 7,42 năm cuối năm 2019 và 7,68 tại thời điểm cuối tháng 6/2020), LS phát hành và chi phí vay (đến cuối tháng 6/2020, LS bình quân của danh mục nợ TPCP đạt 5,75%/năm, giảm 0,18% so với cuối năm 2019 và giảm 1,38%/năm so với năm 2016), góp phần tái cơ cấu NSNN và nợ công theo hướng bền vững. Cơ sở nhà ĐT tiếp tục được tái cơ cấu theo hướng bền vững tỷ lệ nắm giữ TPCP của các nhà ĐT dài hạn ngày càng tăng, tỷ lệ nắm giữ TPCP của các NHTM giảm dần. Đến cuối tháng 6/2020, tỷ lệ nắm giữ TPCP của các NHTM giảm xuống mức 42,76% (tỷ lệ này của năm 2016 là 54,9% và của cuối năm 2019 là 43,8%), tỷ lệ nắm giữ TPCP của

nhà ĐT dài hạn là 57,24%, trên thị trường đã có sự tham gia của nhà ĐT 100% vốn nước ngoài (Báo cáo Chính phủ, 2020).

3.3.2.2. Một số tồn tại, hạn chế và nguyên nhân

Một là, Quy mô TTV còn nhỏ, tăng trưởng nhanh nhưng chưa cân bằng giữa các cấu phần của TTV và chưa bền vững. Thị trường TPDN chưa phát triển, các DN phát hành chủ yếu là riêng lẻ, tỷ trọng phát hành trái phiếu ra công chúng còn nhỏ. Giới trung gian thị trường chưa phát triển đồng bộ và tính tổ chức của thị trường chưa cao. Hiệu quả hoạt động của các tổ chức kinh doanh chứng khoán chưa cao; số lượng các nhà đầu tư là tổ chức đã được thúc đẩy tăng lên nhưng còn hạn chế, các nhà ĐT cá nhân vẫn chiếm đa số. Thị trường chứng khoán phái sinh đã và đang tăng trưởng nhanh nhưng quy mô còn nhỏ, cơ sở nhà ĐT chưa cân bằng, bền vững. Các nhà ĐT tham gia trên TTCK phái sinh chủ yếu là nhà ĐT cá nhân (Chiếm tới 99,76%), hoạt động phòng vệ rủi ro còn chưa được chú trọng nhiều do còn ít các nhà ĐT tổ chức tham gia thị trường; các vi phạm trên thị trường ngày càng tinh vi, phức tạp, cơ quan quản lý không có đủ thẩm quyền tiếp cận những thông tin về tài khoản cá nhân tại ngân hàng, dữ liệu internet và điện thoại đã làm cho việc kiểm tra các hành vi giao dịch nghi vấn gặp nhiều khó khăn. Đầu tư gián tiếp nước ngoài cũng không thực sự ổn định qua từng năm khi mà có những năm đạt giá trị rất cao như 6,2 tỷ đô la Mỹ vào năm 2007 rồi lại rút đi toàn bộ vào năm 2008.

Hai là, LS vốn tín dụng trung và dài hạn còn cao hơn mức LS trung bình của ASEAN4; cơ cấu thị trường tín dụng chuyển dịch chậm và chưa tập trung nhiều cho lĩnh vực sản xuất. Tỷ trọng của tín dụng cho lĩnh vực sản xuất nông, lâm nghiệp và thủy sản trong tổng dư nợ tín dụng của nền kinh tế chỉ ở mức 9,6% năm 2012 tăng lên 10,1% ở thời điểm tháng 6/2016 nhưng lại giảm xuống còn 8,7% ở thời điểm tháng 4/2020; tương tự, tín dụng cho lĩnh vực sản xuất công nghiệp và xây dựng cũng dao động ở mức 38,6% năm 2013 giảm xuống 32,2% ở thời điểm

tháng 6/2016 và còn 29,2% ở thời điểm tháng 4/2020 (giảm 9,4% so với năm 2012). Trong khi đó, tín dụng cho lĩnh vực dịch vụ, nhất là dịch vụ khác không giảm theo mục tiêu mà trái lại còn tăng lên : tháng 6/2016 khu vực dịch vụ chiếm 57,7% tổng dư nợ tín dụng (riêng 3 ngành dịch vụ cơ bản là thương mại, vận tải và viễn thông là 21,1%; tín dụng cho các hoạt động dịch vụ khác là 36,6%); đến tháng 4/2020, tín dụng cho khu vực dịch vụ đã chiếm 62,1% tổng dư nợ tín dụng (tăng 4,4% so với tháng 6/2016); riêng tín dụng cho các ngành dịch vụ cơ bản là 25%, tín dụng cho các hoạt động khác là 37,1% trong đó phần lớn tập trung vào các ngành có độ rủi ro cao như bất động sản, chứng khoán... (Bộ Kế hoạch và Đầu tư, 2016, 2020). Theo số liệu từ Ngân hàng Nhà nước, dư nợ tín dụng bất động sản tính đến hết Quý I/2021 đạt 1,85 triệu tỉ đồng, chiếm khoảng 20% tổng dư nợ tín dụng toàn ngành ngân hàng (9,25 triệu tỉ đồng); tăng trưởng tín dụng bất động sản đạt 26 – 28%/năm trong giai đoạn 2018 – 2019 và tăng 11,9% năm 2020 (Bản tin kinh doanh, Báo điện tử Vietnamnet ngày 26/4/2021).

Ba là, Thị trường cổ phiếu chưa có sự phát triển bứt phá, tính minh bạch của thị trường chưa cao, nguồn tài nguyên hàng hóa vốn của nền kinh tế chậm được luân chuyển thành dòng vốn đưa ra giao dịch trên thị trường do tiến trình cổ phần hóa DNNN còn chậm tiến độ, việc gắn cổ phần hóa với niêm yết trên TTCK chưa được chú trọng ảnh hưởng đến tính công khai, minh bạch của thị trường. Việc thực hiện sắp xếp lại, cổ phần hóa DNNN còn chậm tiến độ, chủ yếu tập trung vào việc sắp xếp, thu gọn số lượng, hiệu quả CPHDNNN chưa cao. Một số khó khăn vướng mắc về thể chế chậm được giải quyết, nhất là về thể chế định giá đất đai, tài sản gắn với việc CPHDNNN. Việc cơ cấu lại một số dự án ĐT kém hiệu quả, thua lỗ còn chậm; vẫn còn tình trạng chưa bảo đảm công khai, kinh bạch trong việc định giá, mua bán tài sản của DNNN ở trước, trong và hậu CPHDNNN. Vì vậy, chất lượng hàng hóa vốn đầu vào cho TTCK còn hạn chế. Việc triển khai thu hút dòng vốn ĐT gián tiếp nước ngoài còn nhiều vướng mắc, chưa có sự phối hợp tốt giữa các Bộ, ngành.

Bốn là, Thể chế vận hành và phát triển TTV Việt Nam vẫn có phần còn chậm được hoàn thiện đồng bộ, chưa đáp ứng được yêu cầu quản lý sự phát triển nhanh, hiệu quả, đồng bộ và cân bằng các cấu phần của TTV. Thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn chưa được xếp vào nhóm các thị trường mới nổi do chưa đáp ứng được đầy đủ một số tiêu chí, như: mức độ mở cửa đối với nhà ĐT nước ngoài, mức độ hiệu quả của khuôn khổ vận hành thị trường, hiệu suất phân phối tài nguyên vốn của xã hội thông qua TTCK chưa cao... Các quy định pháp lý cụ thể về cơ chế, chính sách liên quan đến khách thể thị trường, chủ thể thị trường, giới trung gian thị trường và giải quyết các tranh chấp trong gia nhập, cạnh tranh và rút lui khỏi thị trường đối với các nhà ĐT, các DN, tổ chức, cá nhân tham gia thị trường TPDN, TTCK phái sinh, TTV ĐT mạo hiểm chưa được ban hành kịp thời, đồng bộ, nhất quán nên chưa tạo được bước đột phá trong huy động, phân bổ và sử dụng hiệu quả các nguồn tài nguyên hàng hóa vốn của xã hội thông qua TTV. Hiện vẫn thiếu cơ chế, chính sách thí điểm một số mô hình tổ chức TTV còn mới lạ đối với Việt Nam và chưa có tiền lệ (như tín dụng cho vay ngang hàng P2P Lending, hoạt động Fintech trong lĩnh vực Tài chính – Ngân hàng). Hoạt động ĐT của quỹ ĐT mạo hiểm và nhà ĐT thiên thần tại Việt Nam chưa được quy định đầy đủ và toàn diện trong hệ thống pháp luật cũng như chưa có những ưu đãi đặc thù khác biệt với ĐT tài chính truyền thống.

Năm là, Phát triển TTV Việt Nam vẫn lệ thuộc nhiều vào sự phát triển của thị trường tín dụng trung và dài hạn, chưa dựa vào sự phát triển của TTCK, mức LS trung bình và CPV còn cao, chưa kích thích ĐT phát triển SXKD của các DNPTC đã niêm yết, nhất là các DN bị HCTC. Trong bối cảnh có sự liên thông cao giữa TTV và thị trường tiền tệ tín dụng, việc huy động vốn cho đầu tư SXKD của các DNPTC vẫn chủ yếu dựa vào thị trường tín dụng trung và dài hạn trong khi LS trung bình trên TTV tín dụng ở mức khá cao so với các nước trong khu vực (LS trung bình trên thị trường tín dụng Việt Nam hiện khoảng 7%/năm, riêng tín dụng bất động sản là 9 – 11%/năm, mức trung bình của ASEAN4 khoảng

5,3%/năm) thì việc giám sát sự liên thông giữa TTV với thị trường tín dụng ngân hàng nhằm hạn chế áp lực của thị trường tiền tệ lên LS bình quân của TTV có ý nghĩa quan trọng. Do vậy, vấn đề tăng cường hiệu quả công tác giám sát sự liên thông giữa TTV với thị trường tín dụng nhằm giảm LS, giảm CPV và phát triển TTV theo hướng minh bạch, hiệu quả đang rất cấp thiết trong thời gian tới.

Sáu là, Tình hình trật tự của TTV Việt Nam và niềm tin thị trường chưa cao. Trên TTCK vẫn tồn tại nhiều hành vi vi phạm pháp luật với thủ đoạn ngày càng tinh vi của các tổ chức, cá nhân nhằm trục lợi, thao túng thị trường, ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý, lòng tin thị trường của cả phía các nhà ĐT và phía các DNPTC có nhu cầu huy động vốn thông qua TTV Việt Nam. Chẳng hạn, riêng trong giai đoạn 2011-2018, UBCKNN đã tiến hành 99 đoàn thanh tra, 482 đoàn kiểm tra, kết quả đã xử phạt vi phạm hành chính đối với 1.603 tổ chức, cá nhân, với tổng số tiền phạt là 115 tỷ đồng (Bộ Kế hoạch và Đầu tư, 2020).

** Nguyên nhân chủ yếu của các tồn tại, hạn chế*

- Nguyên nhân khách quan là các thị trường cấu phần của TTV Việt Nam mới hình thành và phát triển (TTCK phái sinh và TTV ĐT mạo hiểm mới bắt đầu hoạt động từ năm 2017). Toàn cầu hóa, khu vực hóa, hội nhập quốc tế diễn ra nhanh nhưng lại đang bị thách thức bởi sự trỗi dậy của chủ nghĩa bảo hộ và cạnh tranh chiến lược giữa các nước lớn đã tác động mạnh đến sự phát triển của TTV Việt Nam, nhất là trong điều kiện thể chế TTV chưa đồng bộ, đầy đủ cụ thể và hoàn thiện đáp ứng kịp thời yêu cầu của thực tiễn đang thay đổi nhanh do tác động của hội nhập quốc tế ngày càng sâu rộng và cuộc cách mạng công nghệ lần thứ tư. Việt Nam xây dựng và phát triển TTV trong bối cảnh nền kinh tế đã có độ mở khá lớn và trong điều kiện kinh tế toàn cầu có nhiều biến động khó lường, các dòng vốn trong nước và quốc tế ngày càng nhạy cảm và đảo chiều đột ngột, gây khó khăn cho khả năng phân tích, dự báo. Việc tái cơ cấu tổng thể nền kinh tế, CPHDNNN và đổi mới mô hình tăng trưởng là những vấn đề phức tạp, đòi hỏi

phải thực hiện từng bước và dài hạn. Đại dịch Covid-19 tác động mạnh đến TTV Việt Nam trên nhiều phương diện, nhất là về HCTC cả phía cung và phía cầu, cách thức tiếp cận thị trường và CPV, LS thị trường và cạnh tranh...

- Nguyên nhân chủ quan: Nhận thức và tư duy lý luận về phát triển và quản lý sự phát triển cân bằng, bền vững, hiệu quả của TTV, nhất là các thị trường cấu phần còn hạn chế, do đây là những vấn đề còn mới đối với Việt Nam. Kinh nghiệm hoạt động thực thi các cơ chế, chính sách liên quan đến sự vận hành và quản lý nhà nước đối với quá trình phát triển TTV nói chung, từng thị trường cấu phần nói riêng của các cơ quan, công chức có chức năng, thẩm quyền còn ít và hạn chế. Công tác xây dựng hệ thống văn bản pháp luật và chỉ đạo, điều hành hoàn thiện thể chế phát triển TTV còn lúng túng, chưa kịp thời và thiếu sự phối hợp đồng bộ trong triển khai thực hiện. Công tác cổ phần hóa DNNN còn chậm, còn bị chi phối của lợi ích nhóm và chưa có sự quyết liệt trong chỉ đạo, điều hành.

CHƯƠNG 4 :

ĐỊNH HƯỚNG VÀ GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG VỐN NHẪM GIẢM THIỂU HẠN CHẾ TÀI CHÍNH, KÍCH THÍCH QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM THỜI KỲ ĐẾN NĂM 2030

4.1. BỐI CẢNH VÀ TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG VỐN VIỆT NAM THỜI KỲ ĐẾN NĂM 2030

4.1.1. Bối cảnh và các yếu tố ảnh hưởng đến hạn chế tài chính của thị trường vốn Việt Nam thời kỳ đến năm 2030

4.1.1.1. Bối cảnh quốc tế

Thứ nhất, cuộc cách mạng công nghiệp lần thứ tư (CMCN 4.0) và sự phát triển của kinh tế số có thể sẽ đạt được nhiều đột phá về công nghệ và tăng trưởng kinh tế toàn cầu, nhưng cũng đòi hỏi lượng vốn ĐT rất lớn mà TTV quốc tế phải đáp ứng. Bối cảnh đó sẽ làm cho cá nguồn vốn trở nên khan hiếm hơn và ảnh hưởng lớn đến phương thức SXKD, trong đó có phương thức giao dịch trên TTV và các công cụ thị trường, bao gồm cả sản phẩm số hóa trên TTV. Việc định hướng huy động và phân bổ các nguồn vốn ĐT thông qua TTV để tham gia hiệu quả hoặc đứng ngoài cuộc cách mạng này sẽ ảnh hưởng đáng kể đến lợi thế so sánh của quốc gia, trong đó có Việt Nam.

Thứ hai, hội nhập kinh tế quốc tế vẫn là xu thế chủ đạo, với các FTA chất lượng cao và thỏa ước (song phương, đa phương khu vực hoặc nhiều bên) về thương mại, tài chính và ĐT, là cơ hội để thúc đẩy tự do hóa tài khoản vãng lai và tài khoản vốn, tự do hóa ĐT trực tiếp và ĐT gián tiếp nước ngoài, song cũng làm tăng thách thức và bất định đối với hệ thống tài chính và thương mại toàn cầu. Tuy

vậy, cùng với xu thế chủ đạo đó, sự tiếp tục trỗi dậy của chủ nghĩa dân tộc, chủ nghĩa bảo hộ và chiến tranh thương mại giữa các nước lớn trong thời kỳ tới có thể sẽ làm thay đổi cục diện kinh tế thế giới. Trong bối cảnh đó, việc xử lý tác động lan truyền hoặc tương tác giữa các nền kinh tế trở nên phức tạp hơn, có thể kéo theo nhiều hệ lụy, nhất là các dòng vốn lưu chuyển và đảo chiều nhanh hơn, qua đó ảnh hưởng đến TTV Việt Nam, nhất là về phía cung và giá cả vốn.

Thứ ba, đại dịch Covid-19 có thể tiếp tục diễn biến phức tạp, kinh tế thế giới có thể còn suy thoái và khủng hoảng kéo dài, TTV toàn cầu tiếp tục bị tác động mạnh do nguồn tài nguyên hàng hóa vốn trở nên khan hiếm hơn, cạnh tranh thu hút ĐT nước ngoài (trực tiếp và gián tiếp) gay gắt hơn, việc mở rộng ĐT phát triển SXKD của các DNPTC trở nên khó khăn hơn trong điều kiện đại dịch Covid-19. Bối cảnh đó có thể tạo ra nguy cơ gia tăng các áp lực và hiệu ứng thu hẹp quy mô TTV Việt Nam cả từ phía cung và phía cầu trong giai đoạn tới.

Thứ tư, biến đổi khí hậu, sự cạn kiệt các nguồn tài nguyên trên phạm vi toàn cầu, chiến tranh thương mại giữa các nước lớn và sự đình trệ hoạt động SXKD toàn cầu do tác động của đại dịch Covid-19 có thể dẫn tới nhiều khả năng điều chỉnh tăng giá hàng hóa thế giới, kéo theo gia tăng lạm phát ở nhiều nền kinh tế sẽ là sơ sở để tăng LS danh nghĩa, dẫn tới điều chỉnh tăng LS huy động và tăng LS cho vay của các định chế tài chính và tín dụng toàn cầu cũng như ở Việt Nam.

4.1.1.2. Bối cảnh trong nước ảnh hưởng đến phát triển thị trường vốn Việt Nam

Thứ nhất, đất nước bước vào thời kỳ chiến lược phát triển mới 2021-2030, triển khai thực hiện các chủ trương, định hướng, mục tiêu phát triển do Đại hội XIII của Đảng đã đề ra. Trong đó, đến năm 2030 là nước đang phát triển có công nghiệp hiện đại, thu nhập trung bình cao. Nhờ tốc độ tăng trưởng GDP duy trì ở mức cao trong 5 năm 2016-2020 (ở mức bình quân 6%/năm) sẽ tạo đà cho phục hồi tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong thời kỳ tiếp sau, kéo theo nhu cầu huy

động vốn ĐT trên TTV tăng cao trong điều kiện hệ số ICOR chưa được cải thiện nhiều, làm gia tăng áp lực cầu trên TTV trong nước. Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm 2021-2030 (thông qua tại Đại hội XIII của Đảng) đã đề ra mục tiêu tăng trưởng GDP bình quân khoảng 7%/năm; tổng ĐT toàn xã hội bình quân đạt 33-35% GDP, nợ công không quá 60% GDP, tỷ trọng công nghiệp chế biến chế tạo đạt khoảng 30% GDP, kinh tế số đạt khoảng 30% GDP; đóng góp của TFP vào tăng trưởng đạt 50%, tốc độ tăng năng suất lao động xã hội bình quân đạt trên 6,5%/năm, giảm tiêu hao năng lượng ở mức 1-1,5% GDP/năm... Theo số liệu đánh giá lại quy mô nền kinh tế của Tổng cục thống kê năm 2020 GDP đạt 343,6 tỷ USD (khoảng 8 triệu tỷ đồng). Với nhịp độ tăng trưởng bình quân 7%/năm trong thời kỳ chiến lược 2021-2030, đến năm 2030 quy mô GDP sẽ đạt khoảng 675 tỷ USD (khoảng 15,71 triệu tỷ đồng) theo giá hiện hành.

Thứ hai, nợ công còn ở mức cao, tiếp tục ở gần mức trần 60% GDP trong thời kỳ 10 năm tới (năm 2030 tổng dư nợ công không quá 405 tỷ USD), làm tăng chi trả lãi từ NSNN cũng như hạn chế khả năng vay nợ mới. Việc duy trì và củng cố mức dự trữ ngoại hối cao như hai năm 2018-2019 là không dễ trong bối cảnh kinh tế thế giới biến động phức tạp, các dòng lưu chuyển vốn nhanh và khó lường. Mặt khác, nguồn vốn ODA ưu đãi cho Việt Nam sẽ tiếp tục giảm sau khi Việt Nam trở thành nước có mức thu nhập trung bình. Trong bối cảnh đó, để có nguồn vốn cho ĐT tăng trưởng bình quân khoảng 7,0%/năm, Chính phủ và chính quyền địa phương sẽ phải tiếp tục phát hành TPCP. TPCQĐP với các hình thức đa dạng và chuyên biệt, thúc đẩy hình thành và phát triển thị trường TPCP chuyên biệt, thị trường TPCQĐP chuyên biệt. Mặt khác, quan hệ giữa tiết kiệm và ĐT của người Việt Nam tiếp tục thay đổi theo hướng gia tăng tiêu dùng, giảm tỷ lệ tiết kiệm, nhất là đối với nhóm dân cư có mức thu nhập trung bình, tầng lớp trung lưu của xã hội. Xu hướng này một mặt thúc đẩy hoạt động vay tiêu dùng từ thị trường tín dụng ngắn hạn với cách thức thanh toán tiện lợi; mặt khác, việc huy động nguồn

vốn dài hạn trong nước cho hoạt động SXKD thông qua TTCK có thể sẽ gặp khó khăn hơn.

Thứ ba, để thực hiện phát triển nhanh và bền vững đất nước, phát triển kinh tế xanh, kinh tế số, đòi hỏi phải tái cấu trúc sâu sắc, toàn diện nền kinh tế, giải quyết tốt mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và tiến bộ, công bằng xã hội, tái tạo và phát triển các nguồn vốn tự nhiên... Quá trình này đòi hỏi nguồn vốn ĐT phát triển rất lớn, nhất là vốn trung và dài hạn cho phát triển kết cấu hạ tầng, đổi mới công nghệ, số hóa và xanh hóa nền kinh tế. Trong điều kiện còn bội chi ngân sách nhà nước, nợ công còn ở mức cao, nguồn vốn ĐT của Nhà nước còn hạn chế thì việc huy động các nguồn vốn trung dài hạn của khu vực tư nhân thông qua TTCK cho ĐT phát triển là rất quan trọng, mở ra dư địa phát triển dài hạn của TTCK Việt Nam.

Thứ tư, cùng với thực hiện chủ trương cải thiện môi trường kinh doanh, thúc đẩy khởi nghiệp, nhất là khởi nghiệp sáng tạo, số lượng DN thành lập mới sẽ tăng nhanh hơn giai đoạn vừa qua (giai đoạn 2016-2020 trung bình mỗi năm có gần 130 nghìn DN thành lập mới) nhất là ở khu vực kinh tế tư nhân. Tuy vậy, phần lớn các DN ở khu vực kinh tế tư nhân vẫn là DN có quy mô nhỏ và siêu nhỏ (hiện tại đang chiếm trên 97%), thường bị HCTC từ nội tại DN. Đối với các DN thành lập mới, mức vốn đăng ký bình quân của một DN chưa thể nâng lên nhanh (Năm 2020 đạt 14,3 tỷ đồng), do đó để có nguồn vốn ĐT cho mở rộng SXKD, các DN mới thành lập sẽ phải huy động vốn trên TTV, góp phần gia tăng áp lực về phía cầu của TTV trong bối cảnh có sự khan hiếm tương đối về nguồn cung hàng hóa vốn trên TTV Việt Nam thời kỳ tới.

Thứ năm, tiến trình cổ phần hóa DN nhà nước sẽ tiếp tục được chú trọng đẩy nhanh trong giai đoạn tới, cung cấp thêm nhiều hàng hóa vốn cho TTV. Mặt khác, đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô, ổn định giá trị VND và duy trì lạm phát ở mức thấp khoảng dưới 5%, cắt giảm thủ tục hành chính và cải thiện môi trường

kinh doanh sẽ tiếp tục là mục tiêu ưu tiên trong điều hành kinh tế vĩ mô trong những năm trước mắt... sẽ tạo sức hút đối với các nhà ĐT nước ngoài tham gia TTV Việt Nam dưới các hình thức ĐT gián tiếp đa dạng, thúc đẩy đa dạng hóa nhà ĐT trên TTV trong nước.

Thứ sáu, khu vực kinh tế tư nhân mà nòng cốt là các DNTN đang và sẽ được chú trọng thúc đẩy phát triển trở thành một động lực quan trọng của nền kinh tế thị trường định hướng XHCN ở nước ta thời kỳ tới. Số lượng DN tư nhân đang tăng nhanh (tính theo lũy kế đến tháng 6/2019 đã có 1,3 triệu DNTN đăng ký thành lập mới). Đây sẽ là nhóm chủ thể chính tham gia TTV Việt Nam thời kỳ tới cả về phía cung và phía cầu của TTV. Tuy vậy, các nhà ĐT cá nhân Việt Nam nhìn chung còn ít kinh nghiệm trong việc tham gia TTCK, tâm lý “đám đông” sẽ còn tồn tại một thời gian dài nữa mới có thể khắc phục được. Đây tiếp tục là một vấn đề của TTCK mới nổi, khi mà các nhà ĐT cá nhân sẽ còn chiếm tỷ lệ lớn áp đảo so với các nhà ĐT là tổ chức. Các nhà ĐT cá nhân thường có kiến thức chuyên sâu hạn chế và quản lý danh mục ĐT thiếu kinh nghiệm nên có xu hướng bắt trước các quyết định ĐT của “đám đông”, khiến cho thị trường dễ bị sai lệch, cung – cầu giả tạo và khó kiểm soát.

Thứ bảy, chiến tranh thương mại Mỹ - Trung là một cơ hội để thu hút các nhà ĐT nước ngoài tham gia TTV Việt Nam. Trung Quốc là một thị trường tiêu thụ lớn và đang phát triển nhưng giá nhân công tại Trung Quốc cũng ngày một tăng cao, thêm vào đó, xung đột thương mại Mỹ - Trung càng gây khó khăn cho các DN nước ngoài tại Trung Quốc. Điều này khiến cho các DN nước ngoài muốn thay đổi địa điểm đặt nhà máy sản xuất. Khi đó, Việt Nam là một trong số các nước có thể đón được các khoản ĐT mới để phát triển. Sự gia tăng các dòng vốn FDI vào Việt Nam cũng sẽ tạo hiệu ứng gia tăng các dòng vốn FPI và số lượng các nhà ĐT nước ngoài tham gia TTV Việt Nam.

4.1.2. Triển vọng phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2030

Hiện nay, nền kinh tế Việt Nam chủ yếu phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng, dư nợ tại ngân hàng vẫn lớn hơn giá trị trái phiếu và cổ phiếu đã niêm yết. Vì vậy, TTV mà chủ đạo là TTCK Việt Nam trong thời kỳ tới sẽ phát triển mạnh mẽ để trở thành kênh huy động vốn hiệu quả cho hoạt động kinh doanh của DN. Phát triển các thể chế phi ngân hàng trở thành mục tiêu quan trọng trong việc đưa nguồn vốn dài hạn vào nền kinh tế.

Để thoát khỏi “bẫy thu nhập trung bình”, phát triển nhanh và bền vững đất nước, thời kỳ 2021-2030 Việt Nam phải đạt tốc độ tăng trưởng GDP bình quân khoảng 7,0%/năm. Thực hiện được mục tiêu này, nhu cầu tổng vốn ĐT toàn xã hội theo giá hiện hành (dự kiến lạm phát ở mức dưới 5%/năm) dự kiến trong khoảng 33-34 triệu tỷ đồng (tương đương 1.500-1.600 tỷ USD); trong đó giai đoạn 2021-2025 dự kiến khoảng 14-15 triệu tỷ đồng (gấp 1,5 lần giai đoạn 2016-2020) và giai đoạn 2026-2030 dự kiến khoảng 18-19 triệu tỷ đồng (gấp gần 2 lần giai đoạn 2016-2020). Đây là một yêu cầu và là thách thức lớn đối với phát triển TTV Việt Nam thời kỳ đến năm 2030.

Dự báo, xu hướng chính trong phát triển TTV Việt Nam thời kỳ 2021-2030 là hướng tới và duy trì sự phát triển cân bằng giữa thị trường tín dụng trung, dài hạn và TTCK, giữa TTTP và TTCP, tập trung phát triển nhanh TTCK phái sinh và TTV ĐT mạo hiểm để thúc đẩy khởi nghiệp sáng tạo, thúc đẩy kinh tế số và các loại hình kinh doanh mới. Trong đó, tốc độ tăng trưởng thị trường nợ tín dụng trung dài hạn dự báo ở mức bình quân 14-16%/năm; tốc độ tăng trưởng vốn hóa trên TTCK sự báo ở mức bình quân 26-28%/năm. LS bình quân trên TTV sẽ có xu hướng giảm, thu hẹp khoảng cách chênh lệch với các nước ASEAN4 và sẽ bằng mức LS trung bình của ASEAN4 vào năm 2025.

Dự báo, thị trường trái phiếu sẽ đạt giá trị khoảng 75% GDP vào năm 2030. Trong đó, giá trị của TPCP hoặc được bảo lãnh bởi Chính phủ sẽ khoảng 40%

GDP vào năm 2030. Thị trường trái phiếu DN sẽ tăng lên khoảng 35% GDP vào năm 2030.

Ngoài ra, sự phát triển của thị trường trái phiếu xanh cũng ngày càng đóng vai trò quan trọng trong phát triển kinh tế. Phát triển kinh tế bền vững là mục tiêu mà các quốc gia đang hướng tới. Trái phiếu xanh, là các chứng khoán nợ như các loại trái phiếu khác, được ra đời nhằm mục đích chính là để huy động nguồn vốn cho các dự án nhằm mục đích phát triển kinh tế xanh, bảo vệ và cải thiện môi trường. Trong khi Việt Nam đang hướng tới phát triển bền vững thì nhu cầu cung cấp vốn cho các dự án có lợi cho môi trường như: năng lượng tái tạo, xử lý rác thải... ngày càng tăng.

Thị trường cổ phiếu Việt Nam sẽ tiếp tục phát triển về tổng giá trị và mức thanh khoản. Giá trị TTCP Việt Nam được dự báo sẽ lớn gấp 1,3-1,5 lần quy mô GDP vào năm 2030, số lượng nhà ĐT cá nhân trên thị trường sẽ bằng khoảng 3-5% tổng dân số. Triển vọng phát triển của một số ngành nghề sẽ gặp nhiều thuận lợi do tình hình kinh tế vĩ mô như: bán lẻ hàng tiêu dùng, dệt may, cảng biển.... Bên cạnh đó, nguồn vốn quốc tế và các nhà ĐT nước ngoài sẽ giúp đưa các nguồn vốn lớn vào nền kinh tế.

Thị trường chứng khoán phái sinh do mới được ra đời nên chưa có nhiều tác động đến hoạt động kinh doanh của DN. Nhưng TTCK phái sinh sẽ được tổ chức phát triển nhanh để thu hút vốn và trở thành nơi phòng ngừa rủi ro cho DN. Khung pháp lý về giao dịch các hợp đồng tương lai và hợp đồng quyền chọn sẽ được hoàn thiện để DN có các công cụ phòng ngừa rủi ro hiệu quả.

TTV ĐT mạo hiểm sẽ được chú trọng tổ chức phát triển nhanh trong thời kỳ tới để thúc đẩy quốc gia khởi nghiệp sáng tạo trong thời đại kinh tế số, hỗ trợ thành lập các DN khởi nghiệp sáng tạo, nhất là các DNN&V. Dự báo, trong thời kỳ 2021-2030, nguồn vốn ĐT của các quỹ ĐT trong và ngoài nước sẽ thực hiện

ĐT cho khoảng 50.000 DN khởi nghiệp sáng tạo ở Việt Nam, vượt mốc 2 tỷ USD vào năm 2025.

4.2. QUAN ĐIỂM VÀ ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG VỐN NHẪM GIẢM THIỂU HẠN CHẾ TÀI CHÍNH, KÍCH THÍCH QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM THỜI KỲ ĐẾN NĂM 2030

4.2.1. Quan điểm phát triển thị trường vốn Việt Nam thời kỳ đến năm 2030

Phát triển TTV Việt Nam thời kỳ tới cần theo các quan điểm sau:

Thứ nhất, phát triển nhanh, đồng bộ, vững chắc TTV Việt Nam, trong đó TTCK đóng vai trò chủ đạo, giảm dần sự phụ thuộc vào nguồn vốn tín dụng trung và dài hạn. Từng bước đưa TTV trở thành một cấu phần quan trọng của thị trường tài chính, đảm bảo ổn định, lành mạnh và cân bằng giữa TTV và thị trường tiền tệ để giảm sức ép cung ứng vốn từ hệ thống tổ chức tín dụng, đáp ứng nhu cầu huy động vốn trung, dài hạn của nền kinh tế, nhất là nhu cầu vốn cho ĐT SXKD của DNPTC.

Thứ hai, phát triển TTV phải góp phần đảm bảo lành mạnh hóa và ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm nguyên tắc thị trường đối với sự vận hành TTV của Việt Nam và thực hiện đầy đủ các cam kết hội nhập quốc tế liên quan đến TTV của Việt Nam. Phải tiếp tục mở rộng cung, cầu và không gian kinh tế của TTV trong nước, từng bước hội nhập sâu rộng, có hiệu quả TTV khu vực và toàn cầu. Phải lấy việc thỏa mãn nhu cầu vốn đa dạng của nền kinh tế, các ngành, các DN mà trước hết là các DNPTC đã niêm yết là mục tiêu hàng đầu. Coi hiệu dụng, hiệu suất của TTV đối với sự phân bổ hợp lý, tiết kiệm, hiệu quả các nguồn vốn của xã hội cho các DN ĐT SXKD, ĐMST là ưu tiên hàng đầu. Đồng thời, phải lấy việc khắc phục các HCTC, kích thích ĐT của DNPTC, DN ĐMST là mục đích tự thân của quá trình phát triển TTV; có biện pháp giúp đỡ các DNN&V, DNTN dễ dàng tiếp cận hơn với các nguồn vốn cho hoạt động kinh doanh.

Thứ ba, DN ở vị trí trung tâm, quyết định sự phát triển của TTV Việt Nam; Nhà nước phải giữ vai trò kiến tạo, định hướng, thúc đẩy và quản lý quá trình phát triển TTV theo đúng chủ chương, đường lối của Đảng; chủ động phát hiện kịp thời các vấn đề bất cập trong thực tiễn để có chính sách điều chỉnh, giải quyết nhằm đạt các mục tiêu phát triển TTV cân bằng, hiệu quả, an toàn và bền vững.

Thứ tư, phải thực hiện các giải pháp đồng bộ thúc đẩy hoạt động huy động vốn trung và dài hạn thông qua việc nâng cao chất lượng vốn ĐT trên thị trường và giảm CPV trung và dài hạn. Qua đó, tạo một TTV thuận tiện, góp phần khắc phục các hạn HCTC, kích thích ĐT của DNPTC đã niêm yết phù hợp với sự phát triển lâu dài của kinh tế - xã hội Việt Nam.

Thứ năm, phải tạo ra môi trường thể chế để TTV phát huy đầy đủ vai trò huy động vốn, điều tiết, dẫn dắt hoạt động ĐT phát triển SXKD của các DN, các chủ thể kinh tế trong xã hội chuyển dịch theo hướng văn minh, hiện đại, bền vững. TTV phải hướng tới việc đảm bảo tính minh bạch, công bằng cho các cá nhân, tổ chức tham gia vào thị trường thông qua việc xây dựng khung pháp lý và tăng cường hiệu lực quản lý nhà nước đối với việc tuân thủ pháp luật của các đối tượng tham gia trên thị trường. Cần có chính sách hỗ trợ các chủ thể gặp khó khăn trong việc huy động vốn trên thị trường, đánh giá các DN dựa trên hiệu quả sử dụng vốn hơn là các yếu tố bên ngoài của DN. Phải bảo vệ lợi ích hợp pháp của các chủ thể tham gia TTV, bảo vệ các nhà ĐT và giảm thiểu được các rủi ro, tổn thất cho các nhà ĐT và bên vay vốn trong quá trình phát triển TTV. Đồng thời, phải giảm thiểu tác động của LS đến dòng tiền của doanh nghiệp, khắc phục được HCTC của DN.

Thứ sáu, phát triển TTV phải hướng tới hình thành mặt bằng LS hợp lý, giảm chi phí vốn, gia tăng dòng tiền của DN để nâng cao tiềm lực tài chính, kích thích ĐT của DNPTC đã niêm yết. Phát triển nhanh TTV phải tạo ra những điều kiện, cơ hội tiếp cận thuận lợi các nguồn vốn cho các DN, nhất là các DNN&V,

các DN đổi mới sáng tạo; tạo sự bình đẳng trong tiếp cận tín dụng và mức LS giữa các DNNN với DNTN, giữa DN lớn và DNN&V.

Thứ bảy, phát triển TTV Việt Nam phải theo xu hướng ngày càng hội nhập sâu rộng thị trường tài chính quốc tế. Phải bảo vệ TTV trong nước trong quá trình hội nhập quốc tế và nâng cao khả năng thích ứng của TTV trong nước với các biến động của TTV, TTTC thế giới. Phải tăng cường công tác dự báo chiến lược thị trường, chủ động điều chỉnh chính sách phát triển TTV, ổn định cung – cầu, giá cả vốn trên thị trường. Các NHTM, tổ chức tài chính cần liên tục cập nhật các quy định mới, thông lệ trên thị trường quốc tế để có thể đáp ứng nhu cầu vốn đa dạng của khách hàng với chất lượng vốn và dịch vụ cung cấp vốn ngày càng cao. Phải chú trọng bình ổn cung – cầu, LS trên TTV trong nước, nâng cao tính minh bạch và dễ dự đoán của thị trường để xây dựng lòng tin chiến lược cho các nhà ĐT trong và ngoài nước tham gia TTV Việt Nam, tạo điều kiện nâng cao khả năng thích ứng của các chủ thể thị trường trước các biến động của TTV, góp phần hạn chế “Tâm lý đám đông” gây ra các hệ lụy khó lường của thị trường. Phải chú trọng thu hút, sử dụng hiệu quả các nguồn lực trong nước, nguồn lực của nước ngoài vào phát triển TTV trong nước; nỗ lực cùng các nước trong cộng đồng kinh tế ASEAN xây dựng không gian TTV khu vực thống nhất.

Thứ tám, cần chủ động tham gia, tận dụng các thành tựu của Cuộc cách mạng công nghiệp lần thứ tư trong phát triển TTV Việt Nam, tăng cường ứng dụng công nghệ thông tin. Trước tiên là tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà ĐT tiếp cận thông tin của các DN trên thị trường. Bên cạnh đó, các cơ quan nhà nước có thể dễ dàng thực hiện các công việc thống kê, phân tích và xử lý số liệu thống kê chính xác, kịp thời; tăng cường sự hiệu quả của công tác dự báo, quản lý điều hành thị trường.

4.2.2. Những định hướng lớn về phát triển thị trường vốn Việt Nam thời kỳ đến năm 2030

4.2.2.1. Phát triển thị trường vốn Việt Nam trên cơ sở lấy nhu cầu vốn là yếu tố động lực, người vay vốn là trung tâm, hướng tới cân bằng, hiệu quả, an toàn và bền vững

Nhu cầu vốn là yếu tố động lực của mở rộng và phát triển TTV theo chiều sâu; độ lớn của tổng cầu vốn quyết định độ lớn của hoạt động cung ứng và huy động vốn (tổng cung) và quy mô của nền kinh tế; cơ cấu tổng cầu vốn quyết định cơ cấu huy động vốn của nền kinh tế. Sự chuyển dịch của cơ cấu tổng cầu vốn và xu hướng phát triển ĐT SXKD kéo theo sự phát triển của các sản phẩm tài chính trên TTV để đáp ứng. Các chính sách phát triển và các công cụ quản lý, điều tiết TTV được Nhà nước sử dụng cần hướng vào điều chỉnh trạng thái TTV từ bên cung quyết định cầu sang trạng thái cầu quyết định cung với lộ trình hợp lý, phù hợp với bối cảnh còn HCTC của TTV; đồng thời, nuôi dưỡng, kích thích tăng quy mô và định hướng chuyển dịch cơ cấu tổng cầu vốn hiệu quả của nền kinh tế, cung cấp thông tin chiến lược thị trường cho các chủ thể tham gia TTV, chuyển dần việc huy động vốn từ tín dụng trung và dài hạn sang TTCK. Các DN, các chủ thể thị trường căn cứ vào xu hướng, động thái chuyển dịch cơ cấu tổng cầu hiệu quả và các thông tin chiến lược thị trường phát ra từ phía Nhà nước, kết hợp với kiến thức chuyên sâu và tiềm thức nhạy cảm với các tín hiệu thị trường, xác định và quyết định việc tham gia TTV với tư cách là Nhà ĐT (bên cung) hoặc là bên vay nợ (bên cầu), quyết định hình thức, phương pháp và nội dung tham gia TTV sao cho có hiệu quả nhất. Thực hiện được bước điều chỉnh chiến lược này, sẽ tạo nền tảng giảm thiểu các HCTC từ phía thị trường đối với các DNPTC đã niêm yết, vừa tạo điều kiện cho TTV Việt Nam vận hành đúng các quy luật của kinh tế thị trường hiện đại.

Người vay vốn (bên mua) là trung tâm của các giao dịch và các liên kết trên TTV, trong đó hạt nhân là các DNPTC khi tham gia niêm yết và vay vốn (mua vốn) trên TTV với tư cách là Người tiêu dùng (sử dụng) cuối cùng. Luật pháp, chính sách, công cụ điều tiết TTV được Nhà nước sử dụng cần hướng vào bảo vệ lợi ích hợp pháp, bảo đảm sự bình đẳng, công bằng của người sử dụng vốn, người vay vốn trên TTV, giảm thiểu tối đa những tổn thương cho người vay vốn khi tham gia TTV. Các nhà ĐT, các lực lượng cạnh tranh trên thị trường cung cấp hàng hóa vốn (bên bán) đều phải hướng tới người tiêu dùng, người vay vốn (bên mua) và hợp tác để gây dựng lòng tin chiến lược của người vay vốn đối với thị trường, nhất là ở khâu tiếp cận các nguồn vốn vay và giá cả (LS, chi phí vay vốn). Kiến tạo được nhân tố trung tâm này của TTV sẽ tạo hiệu ứng tích cực đến việc giảm CPV, góp phần giảm thiểu HCTC đối với các DNPTC đã niêm yết, kích thích các DN đầu tư mở rộng SXKD.

Cân bằng là điều kiện cho sự phát triển TTV trong cả ngắn hạn và dài hạn. Trước hết, cần tạo lập sự phát triển cân bằng giữa TTV với thị trường tiền tệ trong phát triển thị trường tài chính. Đồng thời, trong phát triển TTV, một mặt cần tạo lập sự phát triển cân bằng giữa thị trường tín dụng trung và dài hạn với TTCK; mặt khác, cần tạo lập sự phát triển cân bằng giữa các cấu phần của TTCK (TTCP, TTTP, TTCK phái sinh...). Trong TTTP, cũng cần tạo lập sự phát triển cân bằng giữa TTTPCP với TTTPDN. Tập trung phát triển nhanh TTCK, TTV ĐT mạo hiểm là nhiệm vụ trọng tâm của chiến lược phát triển TTV Việt Nam thời kỳ 2021-2030. Nhà nước cần sử dụng các công cụ chính sách (Chính sách tài chính - tiền tệ, chính sách ĐT, chính sách huy động vốn, chính sách LS, chính sách tự do hóa các giao dịch vãng lai và giao dịch vốn, chính sách ngoại hối...) để chủ động thúc đẩy hình thành các cân bằng trên TTV, trước hết là cân đối tổng cung – tổng cầu vốn, cân đối giữa các nguồn vốn trung và dài hạn, giữa nguồn vốn trong nước và nguồn vốn nước ngoài, cân đối về cơ cấu dư nợ tín dụng giữa các ngành, giữa các loại hình DN... Trong đó, giai đoạn 2021-2025, tập trung: tạo sự cân bằng giữa

tổng dư nợ TPCP với tổng dư nợ TPDN; Cân bằng giữa quy mô dư nợ tín dụng trung và dài hạn cho các ngành sản xuất (nông, lâm thủy sản, công nghiệp) với quy mô dư nợ tín dụng cho các ngành thuộc lĩnh vực dịch vụ theo hướng tăng dần dư nợ tín dụng cho các ngành sản xuất, giảm dư nợ tín dụng cho các ngành dịch vụ có nhiều rủi ro (như bất động sản, chứng khoán); tạo lập công bằng và cân bằng lợi ích giữa DNTN với DNNN trong tiếp cận các nguồn vốn và về CPV... Đồng thời, Nhà nước phải sử dụng hiệu quả các công cụ kinh tế (dự trữ ngoại hối, quỹ tài chính nhà nước, phát hành tiền VND, LS, tỷ giá...) để tác động điều tiết thị trường khi có biến động để đảm bảo sự cân bằng của thị trường, bảo đảm sự cân bằng giữa lợi ích của Nhà nước, của nhà ĐT, của người vay vốn, của các trung gian thị trường; bảo đảm sự cân bằng giữa lợi ích của các DNPTC với các tổ chức tài chính, tín dụng trong tham gia TTV, bảo đảm sự phát triển của TTV trong bình ổn, không dẫn tới phá vỡ những cân bằng trong xã hội, giảm thiểu bất bình đẳng trong thu nhập giữa các nhóm chủ thể tham gia TTV.

Hiệu quả và hiệu suất của thị trường là ưu tiên hàng đầu trong phát triển TTV Việt Nam thời kỳ tới. Nâng cao hiệu quả và hiệu suất của TTV trong huy động, phân bổ và sử dụng hợp lý, tiết kiệm các nguồn vốn và nguồn lực khác của xã hội để thúc đẩy phát triển nhanh và bền vững đất nước, nâng cao tiềm lực tài chính và kích thích ĐT của các DNPTC đã niêm yết phải là mục tiêu ưu tiên trong hoàn thiện luật pháp, chính sách về phát triển TTV. Hiệu quả của TTV thể hiện trước hết qua mối tương quan giữa kết quả thu được từ huy động vốn với chi phí vốn, mối tương quan giữa kết quả sử dụng vốn vay nợ với chi phí tiếp cận vốn và chi phí vốn của bên vay vốn. Do đó, cần tập trung giảm chi phí huy động vốn, giảm chi phí tiếp cận tín dụng và chi phí vốn cho các DN, nhất là đối với các nhóm DN yếu thế như DNN&V. Để nâng cao hiệu suất của TTV thì phải nâng cao chất lượng và khả năng đáp ứng của các sản phẩm tài chính là hàng hóa vốn trên thị trường đối với nhu cầu của người sử dụng vốn (bên vay vốn), trước hết là đối với các DNPTC đã niêm yết trên TTCK, nâng cao vai trò của TTV trong việc phân bổ

hợp lý, hiệu quả các nguồn vốn của xã hội. TTV sẽ được xem là có hiệu suất, hiệu quả cao nếu nó cung cấp hàng hóa vốn cho người sử dụng vốn với giá trị cao nhất (giá trị của hàng hóa vốn được xem xét theo mục đích sử dụng vốn, làm thỏa mãn nhu cầu ĐT hoặc thay đổi tích cực các điều kiện SXKD của DN, của người sử dụng vốn...), với giá cả và CPV thấp hoặc hợp lý nhất, và phân bổ hợp lý, tiết kiệm và hiệu quả nguồn vốn của xã hội.

An toàn là nguyên tắc cơ bản của sự vận hành hệ thống TTV Việt Nam (gồm 3 hợp phần cơ bản là thị trường tín dụng trung dài hạn, TTCK (bao gồm TTCP và TTTP, TTCK phái sinh) và TTV ĐT mạo hiểm) trong quá trình mở cửa, hội nhập thị trường tài chính khu vực và thế giới. Bảo đảm an toàn tài sản, an toàn VCSH cho các chủ thể tham gia TTV, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp cho các nhà ĐT, các nhà cung cấp vốn và đi vay vốn trên thị trường và bảo vệ TTV trong nước trước các biến động từ bên ngoài và bên trong nền kinh tế, nhất là tác động của các cuộc khủng hoảng tài chính – tiền tệ, chiến tranh thương mại giữa các nước lớn, khủng hoảng lòng tin của các nhà ĐT đối với thị trường trong quá trình hội nhập quốc tế... phải là nhiệm vụ hàng đầu của Nhà nước, là nguyên tắc căn bản trong hoạch định, thực thi luật pháp, chính sách phát triển TTV của Nhà nước.

Bền vững là yêu cầu xuyên suốt trong quá trình phát triển TTV Việt Nam thời kỳ tới. Vừa mở rộng quy mô vừa tăng hiệu suất và độ sâu thị trường, đảm bảo sự hợp lý giữa phát triển theo chiều rộng và phát triển theo chiều sâu để nâng cao chất lượng và tính bền vững của TTV Việt Nam; phát triển bền vững nguồn tài nguyên hàng hóa vốn cung cấp cho TTV, phát triển bền vững các yếu tố của TTV (Khách thể thị trường, chủ thể thị trường, giới trung gian thị trường). Bảo đảm sự phát triển hài hòa giữa các yếu tố của TTV với các yếu tố của thị trường tiền tệ trong phát triển tổng thể, cân bằng, bền vững thị trường tài chính Việt Nam.

4.2.2.2. Phát triển đồng bộ các yếu tố của TTV, vừa mở rộng quy mô thị trường vừa chú trọng phát triển TTV theo chiều sâu

- Mở rộng và phát triển khách thể TTV thông qua phát triển bền vững nguồn tài nguyên hàng hóa vốn, đa dạng hóa các sản phẩm tài chính là hàng hóa vốn cung cấp cho TTV trong nước, gắn với các hình thức giao dịch, trao đổi mua bán vốn ngày càng đa dạng trên cả thị trường chính thức và thị trường phi chính thức, thị trường tập trung và thị trường phi tập trung. Mở rộng và tăng quy mô tổng nguồn tài nguyên hàng hóa vốn của xã hội (thường tính trong 1 năm) một cách bền vững là cơ sở bảo đảm nguồn cung cho thị trường vốn trong dài hạn, bao gồm: 1, Vốn tích lũy của các doanh nghiệp SXKD (gồm vốn tự sử dụng tái ĐT, vốn đưa ra trao đổi mua bán trên TTV, vốn đưa vào quỹ tài chính hoặc quỹ phòng ngừa rủi ro của DN không đưa ra trao đổi mua bán trên thị trường và cũng không đưa vào sử dụng tái ĐT của DN); 2, Nguồn vốn từ nước ngoài đưa vào lãnh thổ Việt Nam (gồm cả phần vốn đưa ra trao đổi mua bán trên TTV và phần không đưa ra trao đổi mua bán trên TTV trong nước); 3, Dự trữ ngoại hối nhà nước và dự trữ nội tệ trong Kho bạc Nhà nước đưa ra trao đổi mua bán trên TTV; 4, Nguồn vốn tiền tệ và tài sản phi tiền tệ (vàng, tài sản khác có thể nhanh chóng chuyển thành tiền) tiềm ẩn trong xã hội, tiềm ẩn trong dân; 5, Nguồn tài chính đưa vào dự trữ nhà nước, bao gồm cả ngoại tệ đưa vào dự trữ ngoại hối của nhà nước, vật tư hàng hóa đưa vào dự trữ quốc gia; 6, Nguồn tài chính tồn trữ đầu kỳ kế hoạch; 7, Nguồn vốn khác.

Mở rộng quy mô và đa dạng hóa các khách thể thị trường là các hàng hóa vốn thông qua đa dạng hóa các công cụ nợ trên TTV như các loại trái phiếu, các phương thức phát hành trái phiếu và hình thức trái phiếu (như TPCP, TPCQĐP, TPDN, TPCQĐP xanh, TPDN xanh...); đa dạng hóa các loại cổ phiếu, các chứng khoán phái sinh (chứng chỉ quỹ, chứng quyền, quyền chọn, quyền mua cổ phần...); đẩy mạnh cổ phần hóa DNNN và chuyển đổi các DN có vốn ĐTNN sang hình thức DN cổ phần và niêm yết giao dịch trên TTCK để tăng nguồn cung hàng hóa

cho TTV. Đẩy mạnh sự phát triển của khu vực kinh tế tư nhân, phát triển nhanh số lượng các DNTN dưới hình thức DN cổ phần và niêm yết giao dịch trên TTCK. Tăng nhanh quy mô vốn hóa của TTTP, TTCP và TTCK phái sinh.

- Tăng nhanh số lượng các chủ thể thị trường cả về phía cung và phía cầu (bên bán và bên mua vốn) trên TTV, tăng nhanh nhóm các nhà ĐT chuyên nghiệp tham gia TTV. Phát triển hệ thống các nhà ĐT trong và ngoài nước; khuyến khích các nhà ĐT là tổ chức, các định chế ĐT chuyên nghiệp (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm, quỹ ĐT ...) tham gia ĐT trên TTV Việt Nam theo quy định của pháp luật. Đa dạng hóa các loại hình quỹ ĐT để mở rộng chủ thể tham gia TTV. Thành lập quỹ ĐT mạo hiểm ở trong nước và khuyến khích các quỹ ĐT mạo hiểm ở nước ngoài ĐT dài hạn vào Việt Nam... Đa dạng hóa các hình thức sở hữu, các thành phần nhà ĐT, các loại hình DN tham gia TTV; hỗ trợ các DNN&V tiếp cận các nguồn vốn vay và được hưởng những thành quả từ phát triển TTV trong nước.

- Giới trung gian thị trường phải được hỗ trợ và khuyến khích phát triển đa dạng, có cơ cấu hợp lý, có tính đồng bộ, theo kịp và vượt lên trước quy mô, trình độ phát triển của TTV nói chung, các thị trường thành phần nói riêng (thị trường trái phiếu, thị trường cổ phiếu, TTCK phái sinh, thị trường tập trung, thị trường OTC...), đủ khả năng định hướng, kết nối, xử lý các tranh chấp và hòa giải các xung đột trên thị trường. Phát triển các định chế trung gian và dịch vụ thị trường theo hướng tăng số lượng hợp lý, nâng cao chất lượng hoạt động và năng lực tài chính cho các DN chứng khoán, DN quản lý quỹ, DN ĐT chứng khoán. Đa dạng hóa các loại hình dịch vụ cung cấp trên thị trường, nâng cao tính chuyên nghiệp và chất lượng các dịch vụ; bảo đảm tính công khai, minh bạch, công bằng và dễ dự đoán của thị trường; nâng cao vai trò của thị trường định mức tín nhiệm ở Việt Nam. Hoàn thiện khung khổ pháp lý, cơ chế, chính sách đối với hoạt động của giới trung gian thị trường, nhất là các tổ chức môi giới chứng khoán trong liên thông với các nhà môi giới nước ngoài, ngăn ngừa và xử lý hậu quả các trường hợp lũng đoạn thị trường của các nhà ĐT tư nhân nước ngoài.

- Nâng cao chất lượng của TTV là hướng ưu tiên trong thời kỳ tới. Trong đó, cần chú trọng bảo đảm sự phát triển lành mạnh và bình ổn của TTV, nhất là TTTP và TTCP; nâng cao vai trò định hướng, dẫn dắt của TTV đối với hoạt động ĐT SXKD của DN; đẩy nhanh và nâng cao mức độ hiện đại hóa phương thức giao dịch, trao đổi mua bán trên TTV, trước hết là thị trường tập trung; phát triển nhanh các liên kết thị trường như các liên kết giữa bên bán, bên mua và giới trung gian TTV trong nước với chủ thể TTV quốc tế... Đồng thời, phải tăng nhanh tính dễ dự đoán của thị trường, sự lành mạnh và văn minh của các hành vi giao dịch và cạnh tranh trên TTV; nâng cao tính có tổ chức và hiệu lực quản lý, điều tiết của Nhà nước đối với TTV. Nâng cao hiệu suất của TTV bằng sự biến đổi của hiệu suất phân phối vốn và các tài nguyên khác được sản sinh ra thông qua TTV.

4.2.2.3. Tiếp tục hoàn chỉnh cấu trúc TTV, từng bước cơ cấu lại TTV gắn với cơ cấu lại thị trường tài chính

- Tiếp tục hoàn thiện cấu trúc TTV gắn với tăng cường quản lý, giám sát của Nhà nước, thu hẹp dần thị trường tự do. Tách thị trường trái phiếu ra khỏi thị trường cổ phiếu, củng cố và hoàn thiện thị trường UPCoM. Phân định lại chức năng, nhiệm vụ của Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh để từng bước cơ cấu lại thị trường chứng khoán tập trung. Theo đó, trong giai đoạn trước mắt, toàn bộ giao dịch trái phiếu và chứng khoán phái sinh sẽ được thực hiện tại Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội; toàn bộ giao dịch cổ phiếu sẽ được thực hiện ở Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh; trên cơ sở đó, tiến tới thống nhất một hệ thống chỉ số giao dịch. Giai đoạn tiếp sau, khi đủ điều kiện sẽ thực hiện thực hiện việc cơ cấu, sáp nhập 02 Sở Giao dịch chứng khoán hiện nay khi kinh tế số được triển khai rộng rãi trong lĩnh vực giao dịch mua bán chứng khoán. Thành lập và nâng cao vai trò của Tổng công ty lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam, hoạt động với vai trò nòng cốt trong giới trung gian thị trường, nhất là trong cung cấp các dịch vụ đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán; thực hiện cấp mã chứng khoán trong nước và mã

số định danh chứng khoán quốc tế cho các loại chứng khoán đăng ký tập trung tại Tổng Công ty; chấp nhận, thay đổi, hủy bỏ đăng ký chứng khoán tại Tổng Công ty... Tiếp tục xây dựng và hoàn thiện cơ sở pháp lý và kỹ thuật cho phát triển thị trường mua bán nợ, thị trường các công cụ phái sinh, cho thuê tài sản.

- Tái cơ cấu TTV để cân bằng giữa thị trường tín dụng trung dài hạn với TTCK; chú trọng phát triển TTCK, TTV ĐT mạo hiểm; cân bằng lại thị trường tín dụng và huy động nguồn vốn trung dài hạn cho khu vực DNTN; tập trung đa dạng hóa các kênh huy động vốn cho DN. Trong đó, tập trung thúc đẩy phát triển nhanh TTTPDN, thị trường UPCoM và các loại hình quỹ ĐT, quỹ khởi nghiệp. Các chính sách và biện pháp của Nhà nước can thiệp điều tiết TTV phải theo hướng tập trung nguồn vốn vào các lĩnh vực ưu tiên, nâng tín dụng cho khu vực tư nhân và giảm tỷ lệ dành cho khu vực Nhà nước.

- Tái cơ cấu TTV theo hướng giảm mạnh sự lệ thuộc vào hệ thống NHTM, đẩy mạnh sự tham gia và nâng cao vai trò của các định chế phi ngân hàng trên TTV. Thúc đẩy chuyển dịch cơ cấu phân bổ vốn theo ngành, lĩnh vực theo hướng tăng tỷ lệ phân bổ cho lĩnh vực phát triển nông – lâm thủy sản, giảm tỷ lệ của khu vực dịch vụ và xây dựng, nhất là bất động sản. Đa dạng hóa các thành phần nhà ĐT và các sản phẩm ĐT trên cả TTV chính thức và phi chính thức nhằm tăng cường tiềm lực tài chính và kích thích ĐT của các DNPTC đã niêm yết, các DNN&V, các DN khởi nghiệp trong lĩnh vực công nghệ - sáng tạo...

4.3. CÁC GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG VỐN VIỆT NAM NHẪM GIẢM THIỂU HẠN CHẾ, KÍCH THÍCH QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH ĐÃ NIÊM YẾT

4.3.1. Giải pháp nhằm giảm chi phí vốn trung bình của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết

1) Giảm chi phí tiếp cận tín dụng và giảm LS cho vay của các NHTM gắn với đẩy mạnh cơ cấu lại các nguồn vốn cho vay của các NHTM. Đây là điều kiện

quan trọng để giảm chi phí vốn trung bình của các DN phi tài chính đã niêm yết, nhất là đối với các DNN&V. Để thực hiện được điều này, đối với Chính phủ, cần tiếp tục kiểm soát tốt lạm phát theo mục tiêu trong bối cảnh tín dụng được dự báo sẽ vẫn duy trì ở mức cao (16% - 18%) nhằm hỗ trợ tăng trưởng, khả năng điều chỉnh tăng giá hàng hóa trên thị trường thế giới (do Chiến tranh thương mại giữa các nước lớn) và do gia tăng chi phí cho DN (tăng chi phí lao động: tăng tiền lương tối thiểu, bảo hiểm,...). Nếu để lạm phát chịu áp lực gia tăng sẽ là cơ sở để tăng LS danh nghĩa, dẫn tới điều chỉnh tăng LS huy động và tăng LS cho vay của các NHTM. Đối với các NHTM, việc điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn cho vay theo lộ trình (Thực hiện Thông tư 06/2016/NHNN) để giảm nguồn vốn ngắn hạn, tăng tỉ lệ cho vay trung dài hạn cần gắn với các biện pháp đẩy mạnh huy động bổ sung nguồn vốn để vừa đạt mục tiêu bảo đảm an toàn hoạt động, nâng cao năng lực dự phòng, giảm áp lực tăng LS cho vay nguồn vốn này. Đồng thời, các NHTM cũng cần tiếp tục cải cách tinh giảm thủ tục tiếp cận tín dụng còn rườm rà để giảm chi phí tiếp cận tín dụng cho các DNN&V. Đối với các DNN&V, cần nỗ lực nâng cao năng lực tiếp cận vốn tín dụng và chủ động hơn việc niêm yết để tham gia TTV, nâng cao năng lực giao dịch vốn trên thị trường. Trong đó, các DNN&V cần sớm khắc phục những hạn chế về tài sản đảm bảo, về lịch sử tín dụng và về độ tin cậy của hệ thống báo cáo tài chính.

2) Phát triển nhanh TTV Việt Nam theo hướng hiện đại, tiệm cận các chuẩn mực quốc tế. Trong đó, cần tiếp tục gia tăng số lượng và chất lượng cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán tập trung. Đẩy mạnh cổ phần hóa các DNNN và niêm yết khi đã đủ điều kiện, bởi thực tế các DNNN đã cổ phần hóa và đã niêm yết mà Nhà nước vẫn nắm giữ cổ phần khống chế thì sẽ có nhiều thuận lợi để tiến hành các hoạt động ĐT phát triển như chi phí vốn thấp. Tiếp tục hoàn thiện thị trường trái phiếu chính phủ (TPCP), tăng quy mô thị trường, tăng tính thanh khoản của thị trường. Phát hành TPCP chuẩn để tạo lập thị trường chào giá cam kết chắc chắn, cải thiện chiều sâu hệ thống thông tin thị trường; mở rộng các đối tượng giao

dịch và tạo điều kiện cho các DNN&V cũng như các nhà ĐT tư nhân tham gia. Cần đưa TPCP Việt Nam vào một số chỉ số trái phiếu quốc tế để thu hút sự tham gia của các nhà ĐT nước ngoài. Cơ cấu lại danh mục nợ TPCP theo hướng tập trung phát hành trái phiếu dài hạn, giảm áp lực trả nợ trong ngắn hạn. Phát triển nhanh thị trường trái phiếu DN (TPDN) gắn với hoàn thiện các công cụ điều tiết để thị trường TPDN thực sự là kênh huy động vốn hiệu quả cho các DN, nhất là các DNN&V, các DNTN, tạo điều kiện cho các DN giảm chi phí vốn. Nâng cao năng lực tham gia và mở rộng xu hướng các nhà ĐT tư nhân, các quỹ ĐT tham gia ĐT TPDN thay vì hiện nay các nhà ĐT TPDN chủ yếu là các NHTM. Nâng cao tính chuyên nghiệp của các tổ chức phát hành và các nhà ĐT TPDN gắn với nâng cao khả năng định giá rủi ro của các công cụ trái phiếu. Phát triển các tổ chức xếp hạng tín nhiệm và khuyến khích việc sử dụng xếp hạng tín nhiệm trong việc phát hành TPDN.

3) Xây dựng và hoàn thiện cơ chế, chính sách tiếp cận tín dụng công bằng, minh bạch giữa các loại hình DN trong nền kinh tế để khuyến khích ĐT của khu vực tư nhân, khuyến khích các NHTM và tổ chức tài chính đẩy mạnh cấp tín dụng cho các DNTN, nhất là các DNN&V, đảm bảo sự minh bạch trong hoạt động tài chính của cả bên cấp vốn và bên huy động vốn. Nhà nước cần có chính sách và lộ trình thu hẹp dần khoảng cách chênh lệch giữa mức chi phí vốn trung bình của nhóm DNNN và nhóm DNTN, giữa mức chi phí vốn trung bình của nhóm DN lớn với nhóm DNN&V nhằm tạo lập môi trường kinh doanh và cạnh tranh bình đẳng, lành mạnh, công bằng.

4.3.2. Giải pháp thúc đẩy và điều tiết thị trường vốn nhằm giảm thiểu hạn chế tài chính và kích thích quyết định đầu tư của doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết

1) Tiếp tục gia tăng số lượng và chất lượng cổ phiếu niêm yết trên TTCK tập trung, tăng cường tính kỷ luật của thị trường chứng khoán tập trung

Thứ nhất, cần tập trung đẩy mạnh việc cổ phần hóa các DN, tổng DN nhà nước. Mục đích là để thay đổi cơ chế sở hữu và quản lý trong DNNN không hiệu quả. Gắn liền cổ phần hoá các DNNN với niêm yết khi đã đủ điều kiện. Đối với các DNNN mà nhà nước còn nắm cổ phần chi phối có thể dùng quyền biểu quyết để đẩy nhanh việc niêm yết. Thực tiễn cho thấy, trường hợp các DN đã niêm yết mà Nhà nước vẫn là cổ đông đa số thì sẽ có nhiều thuận lợi để tiến hành các hoạt động ĐT phát triển như CPV thấp và không bị ảnh hưởng bởi HCTC. Tuy nhiên, việc ĐT có hiệu quả hay không còn phụ thuộc vào bản thân DN. Cần quản lý, giám sát chặt chẽ việc huy động, sử dụng vốn của DNNN, nhất là việc vay nợ nước ngoài, các dự án ĐT trong nước và ra nước ngoài. Rà soát, xử lý các DN để thất thoát, lãng phí vốn, tài sản nhà nước, thua lỗ kéo dài.

Thứ hai, phải đưa cổ phiếu, trái phiếu lên sàn khi kết thúc đợt chào bán. Tổ chức phát hành cổ phiếu, trái phiếu phải có văn bản cam kết đáp ứng điều kiện là cơ sở cho UBCKNN xem xét, chấp thuận việc đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng. Đồng thời, cổ phiếu, trái phiếu này phải được niêm yết hoặc đăng ký giao dịch trên hệ thống giao dịch chứng khoán khi kết thúc đợt chào bán. Việc chào bán chứng khoán riêng lẻ của tổ chức phát hành không phải là DN đại chúng phải theo quy định của Luật DN và quy định khác của pháp luật có liên quan.

Thứ ba, cần quy định chặt chẽ điều kiện bán cổ phiếu của DN về mức vốn điều lệ đã góp tại thời điểm chào bán, về tình trạng lỗ, lãi trong hoạt động kinh doanh, về phương án phát hành về tỷ lệ số cổ phiếu có quyền biểu quyết của tổ chức phát hành, về cam kết nắm giữ tỷ lệ vốn điều lệ của các cổ đông lớn trong tổ chức phát hành trước thời điểm chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng.

2) Tiếp tục hoàn thiện thị trường trái phiếu chính phủ

Trái phiếu chính phủ hiện đang chiếm tới gần 90% giá trị được giao dịch trên thị trường trái phiếu. Đến giữa năm 2018, quy mô thị trường TPCP đã đạt mức xấp xỉ 30% GDP. Tuy nhiên, theo kinh nghiệm của một số quốc gia thì để

đạt được một cấu trúc thị trường tài chính hiện đại, hiệu quả thì quy mô thị trường trái phiếu chính phủ thường tối thiểu phải ở mức từ 30 - 50% GDP, ở một số nước phát triển có thể đạt đến trên 100% GDP. Ở Việt Nam, theo Nghị quyết số 25/2016/QH14 của Quốc hội, mức trần nợ chính phủ không quá 54% GDP.

Vì vậy, cần có các biện pháp gia tăng tính thanh khoản cho thị trường TPCP như: phát hành TPCP chuẩn để nhà tạo lập thị trường chào giá cam kết chắc chắn, hoàn thiện cơ sở hạ tầng và hệ thống giao dịch, cải thiện hệ thống công bố thông tin trên thị trường... Nhà nước cần mở rộng các đối tượng giao dịch, tạo điều kiện cho nhà ĐT cá nhân tham gia, giảm dần sự tham gia của các NHTM. Các trái phiếu được phát hành cần được chuẩn hóa về LS để tăng tính hấp dẫn đối với các nhà ĐT cũng như tạo lập đường cong LS làm cơ sở để định giá LS cho các công cụ khác. Ngoài ra, để thu hút sự tham gia của nhà ĐT nước ngoài cần đưa TPCP Việt Nam vào một số chỉ số trái phiếu Quốc tế. Cơ cấu danh mục nợ TPCP theo hướng tập trung phát hành trái phiếu dài hạn, giảm áp lực trả nợ trong ngắn hạn.

3) Phát triển thị trường trái phiếu DN

Thị trường trái phiếu DN là một giải pháp để DN có thể huy động nguồn vốn từ bên ngoài khi mà nguồn vốn tín dụng ngân hàng đang dần bị siết chặt trong khi chi phí huy động vốn từ TTCK quá cao. Tuy nhiên, nhà ĐT chủ yếu trên thị trường trái phiếu DN là các NHTM. Nhà ĐT cá nhân có xu hướng tăng mua trái phiếu nhưng không nhiều và thiếu kinh nghiệm ĐT, phân tích rủi ro; trong khi đó, các quỹ ĐT chưa hào hứng tham gia ĐT trái phiếu DN. Quy mô vốn hóa TTTPDN năm 2019 đã đạt 19,8% GDP, dự báo đến năm 2030 tăng lên 40% GDP.

Do vậy, Chính phủ cần xem xét phát triển các khung pháp lý để yêu cầu thực thi nghĩa vụ công bố thông tin của mình theo chuẩn. Ngoài ra cũng cần có các cơ chế về công bố thông tin và kiểm tra giám sát việc công bố thông tin của DN. Chuyển dịch sang phát hành trái phiếu dựa theo thông tin được công bố cụ

thể. Do các tổ chức phát hành và nhà ĐT đều có kiến thức chuyên nghiệp và khả năng định giá rủi ro của các công cụ trái phiếu.

Trái phiếu DN được phát hành ra công chúng phải xếp hạng tín nhiệm độc lập để nâng cao tính công khai, minh bạch. Điều này yêu cầu phải phát triển các tổ chức xếp hạng tín nhiệm và khuyến khích việc sử dụng xếp hạng tín nhiệm trong việc phát hành trái phiếu DN. Trên thế giới, các thị trường thường có sự tham gia của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm, mỗi DN sẽ được phân loại rõ ràng dựa trên mức độ rủi ro, dựa vào đó mà nhà ĐT có thể ĐT dựa trên nhu cầu của mình. Vì vậy, để thị trường trái phiếu DN phát triển mạnh mẽ hơn, Việt Nam cần sớm hình thành các tổ chức xếp hạng tín nhiệm DN.

Bên cạnh đó, hoạt động kiểm tra giám sát cũng phải tích cực được thực hiện để đảm bảo thị trường vận hành hiệu quả, minh bạch; kịp thời cảnh báo về những rủi ro của doanh nghiệp phát hành, các tổ chức cung cấp dịch vụ cho nhà ĐT.

4) Giữ LS ổn định trong thời kỳ tới

Trong các năm tới, diễn biến trên thị trường quốc tế sẽ còn nhiều biến động, nhất là ảnh hưởng từ cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung. Các ngân hàng trung ương đều thắt chặt việc cấp tín dụng nên sẽ rất khó để tìm kiếm nguồn vốn giá rẻ từ ĐT quốc tế. Các quốc gia sở hữu quy mô nợ nước ngoài lớn sẽ dễ bị tổn thương hơn do chính sách thắt chặt tiền tệ trên quy mô toàn cầu. Một số quốc gia đã bắt đầu tăng LS điều hành để kiểm soát dòng vốn bị rút đi.

Tại Việt nam, diễn biến LS cũng không ngoại lệ. LS huy động đang có xu hướng tăng do áp lực từ việc tăng tỷ giá hối đoái và việc các ngân hàng cân thanh khoản cho các khoản cho vay trung và dài hạn. Do ngân hàng cần giữ một biên độ lợi nhuận nhất định nên LS cho vay cũng sẽ tăng theo. Mặc dù LS điều hành của Ngân hàng Nhà nước vừa được giảm xuống nhưng những chính sách như vậy luôn có độ trễ nhất định nên tác động gián tiếp là tương đối nhỏ. Trong khi đó, các NHTM đang cần vốn cho nhu cầu tín dụng vào cuối năm cũng như cạnh tranh với

thị trường trái phiếu DN. Vì vậy, LS cho vay đã ngừng tăng nhưng vẫn chịu nhiều áp lực để tăng trở lại.

Bên cạnh đó, lạm phát cũng chịu áp lực tăng cao do giá dầu trên thế giới biến động và giá lương thực, điện trong nước tăng lên. Chính vì vậy, Ngân hàng Nhà nước cần tiếp tục quản lý một phần LS trên thị trường như việc sử dụng trần LS vốn tín dụng trung và dài hạn. Thêm vào đó, Ngân hàng Nhà nước cần chú trọng quản lý việc cấp tín dụng cho các khoản vay phục vụ các ngành nghề trọng yếu trong việc phát triển kinh tế như: phát triển nông nghiệp, công nghiệp phụ trợ, công nghệ cao...

5) Lộ trình tăng/giảm LS cần được thông báo sớm để doanh nghiệp có thời gian chuẩn bị

Theo kết quả nghiên cứu của Luận án này thì tác động của việc thay đổi LS tập trung chủ yếu vào năm đầu tiên, sau đó thì tác động này đã được giảm bớt. Điều này cho thấy DN cần có thời gian để thích ứng với mức LS mới.

Việc tăng/ giảm LS không thể có tác động ngay lập tức tới hoạt động ĐT của DN. Do các dự án ĐT luôn cần có một thời gian dài để đánh giá, chuẩn bị rồi mới có thể tiến hành, một dự án ĐT cũng có thể kéo dài qua nhiều năm mới có thể hoàn thành. Nên việc điều hành LS của Ngân hàng Nhà nước cũng nên được nghiên cứu, thông báo xu hướng của LS và công bố lộ trình điều hành LS để các DN có thời gian, kế hoạch chuẩn bị cho các đợt tăng/giảm LS.

6) Cần chú trọng đến việc cấp tín dụng cho nhóm các DNTN

Tại Việt Nam, các DNNN là một bộ phận quan trọng của kinh tế nhà nước, được cho là giữ vai trò chủ đạo trong việc phát triển đất nước. Một trong số ưu thế của việc phát triển các DNNN là khả năng huy động vốn. Vì vậy, không khó để nhận định rằng các DNNN có thể dễ dàng tiếp cận nguồn vốn tín dụng, trong khi đó, việc thay đổi LS chỉ có tác dụng tương đối nhỏ đến ĐT của các DNNN. Theo nghiên cứu này, các DNNN trên thực tế đã được hưởng các ưu đãi về vốn (Điều

này là kết quả phù hợp với định hướng của Chính phủ). Các DNNN có thể đạt mức giá vốn bình quân thấp hơn so với trung bình trên thị trường. Trường hợp là DNNN, chỉ cần có phương án kinh doanh phù hợp thì ngân hàng có thể cấp vốn, điều này khiến cho tỷ lệ nợ của DNNN có thể cao hơn nhiều lần so với tỷ lệ vốn cổ phần. Trong khi đó, các DNTN đều gặp nhiều khó khăn khi LS thay đổi hay huy động vốn từ bên ngoài. Theo một nghiên cứu thì khả năng tiếp cận tín dụng của DNTN rất hạn chế, nhất là khu vực DNN&V thông qua hệ thống các NHTM. Dư nợ của DNN&V chỉ chiếm khoảng 22 - 25% tổng dư nợ cho vay toàn bộ nền kinh tế trong giai đoạn 2012 – 2017. Vì vậy, song song với việc ưu đãi các DNNN, Chính phủ cũng nên có các biện pháp để khắc phục các vấn đề về cấp tín dụng cho DNTN. Điều này sẽ giúp nền kinh tế trở nên công bằng và cạnh tranh hơn.

Đầu tiên, Nhà nước có thể khuyến khích các ngân hàng, tổ chức tài chính đẩy mạnh cấp tín dụng cho các DN, xử lý các hành vi yêu cầu lót tay, quà tặng thì mới cấp tín dụng cho DN. Đảm bảo sự minh bạch trong hoạt động tài chính của cả bên cấp vốn và bên huy động vốn. Bản thân các DN khi đi huy động vốn cũng cần phải cung cấp rõ ràng các thông tin về hoạt động kinh doanh, khả năng trả nợ. Mặt khác, cần có cơ chế để hạn chế sự phân biệt đối xử giữa các DNN&V với các DN lớn, giữa các loại hình DN sở hữu tư nhân và sở hữu nhà nước. Việc cấp tín dụng hay không cần dựa vào kết quả hoạt động kinh doanh hơn là một vài đặc điểm bề ngoài của DN.

7) Phát triển thị trường chứng khoán phái sinh

Tại Việt Nam, thị trường phái sinh chỉ mới được ra đời và vẫn đang ở giai đoạn đầu phát triển. Điều này sẽ giúp cho thị trường gia tăng thanh khoản và chủng loại hàng hóa. Vào thời gian đầu, thị trường có thể chỉ tập trung vào các sản phẩm tài chính như cổ phiếu, trái phiếu, chỉ số. Nhưng sau đó, có thể áp dụng cho các loại hàng hóa khác để DN có thể chủ động về đầu ra, đầu vào cho các dự án ĐT của mình.

Nhà nước cần tăng lượng thanh khoản trên TTCK phái sinh. Bất kỳ sản phẩm nào trên thị trường cũng cần có thanh khoản để mọi giao dịch được thông suốt, có như vậy mới hạn chế được việc thao túng, làm giá trên thị trường.

Hiện nay, trên 90% giao dịch trên thị trường phái sinh là do các cá nhân nhỏ lẻ, thị trường phái sinh chưa được các tổ chức tài chính để ý ĐT nhiều, trong khi họ là những tổ chức có nguồn vốn lớn và nhiều kinh nghiệm trong giao dịch trên thị trường. Chính vì vậy, Nhà nước cần hoàn thiện hệ thống khung pháp lý để các nhà ĐT tổ chức có thể dễ dàng tham gia vào thị trường. Nhất là đối với các nhà ĐT tổ chức nước ngoài, cần có hệ thống quy định pháp lý song ngữ theo cơ sở là chuẩn quốc tế.

Sau khi triển khai sản phẩm hợp đồng tương lai TPCP cần đưa thêm vào các sản phẩm khác. Hiện tại, trên TTCK phái sinh chỉ có các sản phẩm cổ phiếu. Trong tương lai gần thì các sản phẩm cổ phiếu vẫn được ưu tiên phát triển trước, tuy nhiên cũng cần phải phát triển các sản phẩm hàng hóa. Đây chính là các công cụ để DN phòng ngừa rủi ro trên thị trường. Do DN có thể cố định chi phí đầu vào hay doanh thu đầu ra, qua đó có thể đánh giá các dự án ĐT chính xác.

Ngoài ra, cần nghiên cứu đa dạng hóa các sản phẩm trên thị trường để khách phục vấn đề chỉ có hai loại sản phẩm trên thị trường. Ví dụ, sổ giao dịch chứng khoán Hà Nội đang nghiên cứu bộ chỉ số VNX200 để bảo đảm cơ cấu chỉ số đủ lớn đại diện cho các DN đã niêm yết trên thị trường; hay các hợp đồng tương lai TPCP kỳ hạn lớn hơn 5 năm.

8) Phát triển thị trường vốn đầu tư mạo hiểm

Đến nay, sự vận hành và quản lý hoạt động của thị trường vốn đầu tư mạo hiểm chưa có khung pháp lý riêng, đồng bộ (hoạt động của một số loại hình quỹ tài chính, quỹ đầu tư mạo hiểm được quản lý theo Luật Chứng khoán năm 2019, các dự án khởi nghiệp sáng tạo được quản lý theo Luật Đầu tư năm 2020, các doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo được quản lý theo Luật Doanh nghiệp năm

2020). Vì thế, giải pháp tiên quyết để phát triển thị trường vốn đầu tư mạo hiểm trong thời gian tới là xây dựng Luật Đầu tư mạo hiểm và các chính sách phát triển thị trường. Chính phủ cũng có thể thành lập các quỹ đầu tư mạo hiểm thuộc sở hữu của nhà nước để tạo lập thị trường trong giai đoạn sơ khai của thị trường. Ngoài ra, Chính phủ cũng có thể khuyến khích phát triển hoạt động đầu tư mạo hiểm thông qua các chính sách thuế cho cả các quỹ ĐT lẫn DN khởi nghiệp.

9) Nâng cao năng lực quản trị DN trong tham gia TTV

Trong giai đoạn hiện nay, DN đang gặp rất nhiều khó khăn trong việc tìm kiếm nguồn vốn cho các dự án ĐT, bất kể đó là từ ngân hàng, từ phát hành trái phiếu hay cổ phiếu. Việc Chính phủ tạo điều kiện, phát triển TTV cho DN là rất quan trọng nhưng quan trọng hơn là việc DN sử dụng nguồn vốn như thế nào. Do vậy, đầu tiên, các CSH DN cần tự nâng cao nhận thức về pháp luật, về quản trị DN, có như vậy thì mới áp dụng được vào thực trạng của DN. Thứ hai, DN muốn ĐT phát triển cần phải có chiến lược sử dụng nguồn vốn hiệu quả, nhất là khi DN đang rất phụ thuộc vào nguồn vốn từ hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Những nhà quản trị DN cần nghiên cứu các kế hoạch kinh doanh phù hợp để từ đó có chiến lược ĐT, phát triển đúng đắn. Có như vậy thì DN mới sử dụng hiệu quả nhất nguồn vốn của mình cũng như có được lòng tin của các nhà ĐT.

4.3.3. Giải pháp hoàn thiện thể chế cho sự vận hành đồng bộ, đầy đủ của thị trường vốn Việt Nam

Các giải pháp chủ yếu gồm:

- Tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý hướng dẫn thi hành Luật Chứng khoán năm 2019 (có hiệu lực từ 01/01/2021), phát hành trái phiếu theo thông lệ quốc tế. Rà soát, điều chỉnh các chính sách khuyến khích các nhà ĐT nước ngoài tham gia hiệu quả hơn vào TTV Việt Nam, như chính sách ưu đãi thuế, đơn giản hóa thủ tục ĐT, xúc tiến ĐT... Xây dựng và ban hành các chính sách khuyến khích sự tham gia của các nhà ĐT cá nhân vào TTV, phát triển các quỹ ĐT tư nhân, ĐT

mạo hiểm, gắn với các ngành, lĩnh vực ưu tiên như công nghệ cao, khởi nghiệp sáng tạo, công nghệ thông tin và kinh tế số, kinh tế xanh...

- Hoàn thiện khung pháp lý và hướng dẫn thực hiện ĐT gián tiếp ra nước ngoài cho các tổ chức kinh doanh chứng khoán, các quỹ chứng khoán. Hoàn thiện cơ sở pháp lý và ban hành chính sách khuyến khích sự tham gia và phát triển hệ thống nhà ĐT dài hạn trên TTV. Hoàn thiện khung pháp lý cho việc phát triển thị trường mua bán nợ, với sự tham gia của cả khu vực tư nhân và DN có vốn ĐT nước ngoài.

- Hoàn thiện khung pháp lý và đẩy mạnh công tác thanh tra, giám sát hoạt động của TTV. Áp dụng các chuẩn mực, thông lệ quốc tế trong hoạt động thanh tra, giám sát, xử lý các vi phạm và cưỡng chế thực thi. Tăng cường thực thi các cam kết quốc tế về phối hợp trao đổi thông tin điều tra xuyên biên giới giữa các cơ quan quản lý TTCK.

Tiếp tục sửa đổi, bổ sung và cụ thể hóa các chế tài xử phạt các DN và cá nhân vi phạm quy định trong tham gia TTV. Ở các thị trường phát triển hơn, việc vi phạm pháp luật trên thị trường hoàn toàn có thể khiến DN phải chịu mức phạt rất nặng, thậm chí bị hủy niêm yết. Ngoài ra, cần tăng quyền cũng như tạo các điều kiện cần thiết để cơ quan quản lý, cụ thể là Ủy ban Chứng khoán Nhà nước có các công cụ giám sát, phòng ngừa việc vi phạm của các đối tượng trên thị trường, có các biện pháp khác để điều tra, kết luận việc vi phạm và có các biện pháp để thực hiện nghiêm việc xử phạt.

- Tiếp tục cải cách hành chính và nâng điểm, nâng bậc chỉ số về tín dụng của Việt Nam để hỗ trợ phát triển TTV. Trước mắt, cần có giải pháp tiên quyết là đảm bảo Việt Nam không bị hạ điểm tín dụng. Nếu Việt Nam bị hạ điểm tín dụng thì các ngân hàng trong nước cũng sẽ bị đánh giá lại do hệ thống tài chính Việt Nam không còn phù hợp với mức xếp hạng cũ. Với số điểm tín dụng bị hạ, các nhà đầu tư ngoài nước sẽ đòi hỏi mức lãi suất cao hơn để bù trừ cho các khoản nợ

vay rủi ro hơn. Khi đó, LS trái phiếu do các nhóm doanh nghiệp, tổ chức hoặc cơ quan chính phủ đã và đang phát hành cho các nhà đầu tư ngoài nước sẽ tăng mạnh, tác động trực tiếp đến CPV của DN. Bên cạnh đó là tác động đến dòng tiền trong hoạt động kinh doanh, làm ảnh hưởng đến việc thực hiện các dự án tiềm năng.

- Tăng cường hợp tác quốc tế để tiếp thu kinh nghiệm trong việc xây dựng chính sách, quản lý thị trường và đào tạo nhân lực cho TTCK; tiến tới hợp tác trong việc chia sẻ thông tin nhằm giám sát, phát hiện và có biện pháp xử lý các vi phạm xuyên biên giới. Thực hiện các cam kết khi tham gia WTO và hội nhập thị trường vốn khu vực ASEAN, ASEAN+.

- Chính phủ có thể ban hành cách chính sách thuế để nhà ĐT có thể thấy được lợi hơn khi cung cấp vốn cho các DN khởi nghiệp (thường là các DNN&V). Cung cấp các kênh tư vấn để DNTN, DNN&V có thể tiếp cận thông tin pháp luật về các quy định khi công bố các số liệu tài chính.

4.3.4. Phát triển các sản phẩm mới trên thị trường vốn, đẩy mạnh công tác nghiên cứu và triển khai, tăng cường hoạt động công bố thông tin về thị trường vốn

- Đẩy mạnh hoạt động nghiên cứu tính khả thi và triển khai các sản phẩm mới trên tất cả các thị trường cấu phần như TTTPCP, TTTPDN, TTCP, TTCK phái sinh. Trong đó, có các sản phẩm mới như TPCP gắn với chỉ số lạm phát, trái phiếu thả nổi, trái phiếu tương lai; các sản phẩm liên kết ĐT; nghiệp vụ chào bán; phát hành theo phương thức dựng số hay phát hành theo giá thị trường; trái phiếu DN xanh, TPCQĐP xanh...

- Nghiên cứu, đánh giá quy mô nguồn tài nguyên hàng hóa vốn trong nền kinh tế, nhất là do khu vực tư nhân (đặc biệt là hộ gia đình) nắm giữ, xác định tỷ lệ phân phối hàng hóa vốn trên TTV trong nước (đo bằng tỷ lệ phần trăm của giá trị hàng hóa vốn đưa ra giao dịch, trao đổi, mua bán trên TTV trên tổng giá trị tài

nguyên hàng hóa vốn của xã hội) để đưa ra những giải pháp huy động nguồn tài nguyên hàng hóa vào giao dịch, trao đổi mua bán trên TTV.

- Hoàn thiện hệ thống quy định về công bố thông tin của DN

Ở các thị trường lớn và đã phát triển thì vấn đề công bố thông tin là một công cụ quan trọng để bảo vệ nhà ĐT cũng như giúp DN phát triển một cách lành mạnh. Công bố thông tin một cách hiệu quả có thể gia tăng niềm tin của nhà ĐT với DN và thu hút thêm được nguồn vốn cho ĐT phát triển. Ngược lại, việc các DN hành xử không minh bạch, giấu giếm càng làm cho các nhà ĐT e ngại, không cấp vốn cho DN.

Vì vậy, cần có chế tài rõ ràng để đảm bảo lợi ích cho các nhà đầu tư, giám sát chặt chẽ việc công bố thông tin định kỳ về tình hình hoạt động của DN. Khuyến khích DN công bố thông tin qua các trang web của DN cũng như sử dụng cả tiếng Việt và tiếng Anh. Ngăn chặn, xử lý nghiêm các hành động lợi dụng thông tin nội bộ để thao túng, chuộc lợi từ thị trường. Ngoài ra, cần có chế tài xử lý nhanh chóng vấn đề DN gặp khủng hoảng do tin đồn.

Trường hợp có sự kiện, thông tin làm ảnh hưởng đến giá chứng khoán, đối tượng công bố thông tin phải xác nhận hoặc đính chính về sự kiện, thông tin đó trong vòng 24 giờ, kể từ khi nhận biết được về sự kiện, thông tin đó hoặc theo yêu cầu của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Sở Giao dịch chứng khoán.

- Thực hiện tốt công tác công bố thông tin của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Khi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam công bố các mốc LS kỳ vọng thì sẽ gây ra áp lực buộc Ngân hàng Nhà nước thực hiện các công tác điều tiết để đạt được cam kết về LS đã công bố. Chính sách điều hành LS của Ngân hàng Nhà nước cũng được hưởng lợi khi mà DN cũng như nhà ĐT trên thị trường tin tưởng vào

mục tiêu LS của Ngân hàng Nhà nước. Việc cải thiện công tác truyền thông của Ngân hàng Nhà nước có thể giúp DN chủ động hơn trong hoạt động ĐT.

Việc công bố các mốc LS của Ngân hàng Nhà nước cũng cần được làm rõ lý do. Ví dụ, Ngân hàng Nhà nước kỳ vọng đạt được các mục tiêu về lạm phát, tăng trưởng kinh tế hay tỷ lệ thất nghiệp...

Công tác công bố thông tin của Ngân hàng Nhà nước có thể được thực hiện thông qua các cuộc họp báo định kỳ hoặc phát biểu của người đứng đầu Ngân hàng Nhà nước. Các phát biểu này nên rõ ràng và đảm bảo các nội dung sau: mức điều chỉnh LS, lý do điều chỉnh, đánh giá các chỉ số của nền kinh tế, kỳ vọng và rủi ro của các chỉ số này trong tương lai.

4.3.5. Hoàn thiện khung pháp lý và chính sách đầu tư gián tiếp nước ngoài trên thị trường vốn Việt Nam

- Bổ sung và hoàn thiện khung khổ pháp luật, chính sách về ĐT gián tiếp nước ngoài (FPI) trên TTV Việt Nam. Các chính sách điều tiết FPI phải mềm dẻo, linh hoạt theo thị trường và tình hình tài chính quốc tế để giảm xu hướng ĐT ngắn hạn và thu hút nhiều luồng vốn dài hạn. Nới lỏng các quy định về sở hữu của nhà ĐT nước ngoài tại các tổ chức tín dụng Việt Nam và các giới hạn sở hữu vốn điều lệ của thành viên góp vốn, cổ đông tại Việt Nam.

- Rà soát và bổ sung hoàn thiện các chính sách liên quan đến xác lập độ mở của TTCK, xác lập cơ cấu nhà ĐTNN trên TTV; chính sách kiểm soát dòng vốn vào và ra. Cần có chính sách hạn chế việc các ngân hàng vay nợ nước ngoài, hạn chế người ĐT nước ngoài rút vốn (như quy định phải sau một thời gian tối thiểu thì mới được rút vốn). Những biện pháp chính sách này có thể gây ra tác dụng phụ không có lợi cho nền kinh tế, nhưng lại có thể ngăn chặn sự di chuyển quá mức của dòng vốn FPI ngắn hạn, gây ra những bất ổn, khó kiểm soát trên TTV trong nước, bảo đảm an toàn cho các chủ thể tham gia TTV, kể cả các nhà ĐTNN có chiến lược ĐT dài hạn trên TTV Việt Nam.

KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO

** Căn cứ mục tiêu nghiên cứu đề tài đã xác định, Luận án đã hoàn thành những nội dung chủ yếu sau:*

- Đã hệ thống hóa và luận giải rõ hơn cơ sở lý luận về TTV và sự tham gia của các DNPTC, về ĐT của DN và HCTC; hệ thống hóa cơ sở lý thuyết và luận giải rõ hơn cơ chế tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trong bối cảnh HCTC.

- Lựa chọn mô hình định lượng, giải thích các biến trong mô hình và đưa ra phương pháp sử dụng mô hình định lượng đánh giá tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết. Sử dụng mô hình đó vào phân tích, đánh giá, đo lường thực trạng tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

- Kết hợp giữa phân tích, đánh giá định tính và định lượng thực trạng TTV và tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, phát hiện một số hạn chế, sai lệch của thị trường.

- Xác định bối cảnh, đề xuất quan điểm, định hướng và 5 nhóm giải pháp phát triển TTV Việt Nam đến năm 2030 nhằm giảm thiểu HCTC, kích thích ĐT của DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

** Từ kết quả nghiên cứu Luận án, rút ra các kết luận chủ yếu sau:*

1. Luận án đã xác định cách tiếp cận và phương pháp luận đánh giá tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trong bối cảnh HCTC. ĐT của DN phụ thuộc vào các yếu tố chính là CPV và dòng tiền của DN. Đối với DNPTC đã niêm yết, TTV tác động đến cả HCTC và ĐT của DN thông qua các công cụ trên hai thị trường là thị trường nợ và thị trường VCSH. Trong khi CPV được dùng để đánh giá tác động của TTV và dòng tiền được dùng để đánh giá tác động của HCTC đến ĐT của DN thì các đại lượng như ĐT của các năm trước,

CPV và dòng tiền trong quá khứ cũng có tác động nhất định đến ĐT hiện tại của DN.

2. Luận án hệ thống hóa cơ sở lý luận về tác động của TTV đến quyết định ĐT của DN. Trong đó, LS trên thị trường đóng vai trò quyết định đến ĐT của DN, LS càng cao thì DN càng ít ĐT hơn. Tuy nhiên, tác động của LS đến ĐT được thông qua chi phí cho hai loại vốn trong cấu trúc vốn của DN. Đối với vốn nợ thì chi phí nợ là chi phí mà DN có nghĩa vụ pháp lý phải trả cho nhà ĐT. Đối với VCSH thì là lợi nhuận kỳ vọng của nhà ĐT.

3. Cơ chế tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết thông qua LS thị trường. LS tác động đến quyết định ĐT của DN thông qua hai kênh chính: Một là, LS tác động đến CPV của DN, qua đó tác động đến việc lựa chọn các khoản ĐT; hai là, thay đổi LS làm thay đổi chi phí vay nợ, qua đó làm thay đổi dòng tiền mà DN có thể dùng để ĐT. Do vậy, CPV tăng thì ĐT của DN giảm; khi LS cao sẽ khiến DN phải chi trả nhiều tiền cho việc vay nợ và dòng tiền thấp, qua đó làm giảm nguồn vốn cho các dự án ĐT tiềm năng.

4. Luận án sử dụng mô hình ARDL để đánh giá tác động của các biến trong mô hình đến quyết định ĐT của DN. Sau đó, thông qua kết quả của mô hình, Luận án mô phỏng được tác động của việc tăng giảm LS đến ĐT của DN. Kết quả sử dụng mô hình ARDL nghiên cứu dữ liệu và vận dụng phương pháp tính CPV bình quân theo trọng số (WACC) có điều chỉnh (thay biến độc lập chi phí VCSH bằng biến LS cho vay dài hạn) đối với mẫu nghiên cứu có tổng số 695 DN đã niêm yết, với 26.425 quan sát của mỗi biến trong mô hình, với chuỗi thời gian từ năm 2007 đến năm 2018, sử dụng nguồn số liệu từ NHNN, từ các Báo cáo tài chính và kiểm toán của DN, Luận án đã đưa ra một số bằng chứng, nhận định quan trọng: (i) LS trên TTV Việt Nam có tác động lớn đến quyết định ĐT của DN qua kênh CPV của DN và có sự phân biệt giữa các DN lớn với các DNN&V, giữa DNNN và DNTN. (ii) LS trên TTV Việt Nam có tác động làm thay đổi chi phí vay nợ, qua

đó làm thay đổi dòng tiền mà DN có thể dùng để ĐT. (iii) TTV chưa là kênh huy động vốn chủ yếu của DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. (iv) Quyết định ĐT của DNNN đã niêm yết ít bị tác động bởi TTV. (v) Có sự phân biệt và chưa bình đẳng, công bằng giữa các nhóm DN tham gia TTV Việt Nam.

5. Luận án cũng đưa ra bằng chứng về việc nhà ĐT ưu tiên một số nhóm DN như: DN có sở hữu nhà nước đa số, DN lớn. Các DN có sở hữu nhà nước đa số không bị tác động bởi LS trên thị trường cũng như không gặp vấn đề HCTC. Các DN lớn thì ít bị tác động bởi LS trên thị trường cũng như không gặp vấn đề HCTC. Trong khi đó, các DNTN và DNN&V chịu tác động rất lớn của LS trên thị trường cũng như gặp khó khăn trong việc huy động nguồn vốn. Chi phí vốn của các DN loại này cũng cao hơn các DN có sở hữu nhà nước đa số, DN lớn.

6. Trên cơ sở xác định bối cảnh kinh tế thế giới với 4 nhóm nhân tố chủ yếu và bối cảnh kinh tế trong nước với 6 nhóm nhân tố chủ yếu có thể tác động đến sự phát triển TTV Việt Nam thời kỳ tới, Luận án đã dự đoán triển vọng phát triển TTV Việt Nam thời kỳ đến năm 2030 theo chỉ tiêu quy mô vốn hóa trên TTTP, TTCP.

7. Xác định tám quan điểm phát triển TTV Việt Nam đến năm 2030. Trên cơ sở đó, đề xuất các định hướng lớn phát triển TTV Việt Nam: 1, Phát triển TTV Việt Nam theo hướng cân bằng, hiệu quả, an toàn và bền vững trên cơ sở lấy nhu cầu vốn là gốc rễ, người vay vốn là trung tâm; 2, Phát triển đồng bộ các yếu tố của TTV, vừa mở rộng quy mô thị trường vừa chú trọng phát triển thị trường theo chiều sâu; 3, Tiếp tục hoàn chỉnh cấu trúc của TTV, từng bước cơ cấu lại TTV gắn với cơ cấu lại TTTC.

8. Để phát triển TTV nhằm giảm thiểu HCTC, kích thích ĐT của DNPTC đã niêm yết, trong 10 năm tới cần thực hiện 5 nhóm giải pháp có tính đồng bộ sau: 1, Nhóm giải pháp nhằm giảm CPV trung bình của các DNPTC đã niêm yết; 2, Nhóm giải pháp thúc đẩy và điều tiết TTV nhằm nâng cao tiềm lực tài chính, kích

thích ĐT của DNPTC đã niêm yết; 3, Nhóm giải pháp hoàn thiện thể chế cho sự vận hành đồng bộ, đầy đủ của TTV Việt Nam; 4, Nhóm giải pháp phát triển các sản phẩm mới trên TTV, đẩy mạnh công tác nghiên cứu và triển khai, tăng cường hoạt động công bố thông tin về TTV; 5, Nhóm giải pháp hoàn thiện khung pháp lý và chính sách ĐT gián tiếp nước ngoài trên TTV Việt Nam.

** Hạn chế của Luận án và kiến nghị hướng nghiên cứu tiếp sau Luận án*

Bên cạnh các kết quả đã đạt được nêu trên, Luận án vẫn còn tồn tại một số hạn chế, như sau:

Một là, CPV mà Luận án sử dụng được tính theo công thức tương đối đơn giản. Các nghiên cứu tiếp theo có thể kết hợp thêm Chỉ số giảm phát GDP, Chỉ số giảm phát giá hàng hóa vốn, Tỷ lệ khấu hao của từng ngành nghề.

Hai là, Luận án nghiên cứu ĐT dựa trên giả thuyết tối đa hóa giá trị DN mà chưa tính đến trách nhiệm xã hội của DN, nhất là ở các DN có sở hữu nhà nước đa số.

Ba là, Luận án chỉ tập trung nghiên cứu các DNPTC đã niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX. Các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng sang các DN đại chúng chưa niêm yết hoặc mở rộng ra toàn nền kinh tế.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tài liệu tiếng Việt

1. Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2016), *Đề án tăng cường huy động các nguồn lực xã hội cho đầu tư phát triển*, Hà Nội.
2. Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2020), *Báo cáo tình hình và kết quả thực hiện cơ cấu lại nền kinh tế, đổi mới mô hình tăng trưởng giai đoạn 2016-2020*, Hà Nội
3. Bộ Tài Chính (2006), *Quyết định số 2276/QĐ-BTC về việc tập trung đấu thầu trái phiếu chính phủ tại trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội*, ban hành ngày 20 tháng 06 năm 2006.
4. Chính phủ (2003), *Nghị định số 144/2003/NĐ-CP của Chính phủ : Nghị định về chứng khoán và thị trường chứng khoán*, ban hành ngày 28 tháng 11 năm 2003.
5. Chính phủ (2006), *Nghị định số 52/2006 /ND-CP về phát hành trái phiếu doanh nghiệp*, ban hành ngày 19 tháng 5 năm 2006.
6. Chính phủ (2020), *Báo cáo đánh giá tình hình thực hiện Nghị quyết số 142/2016/QH13 ngày 12/4/2016 về kế hoạch phát triển kinh tế xã hội 5 năm 2016 – 2020*, Hà Nội.
7. Đảng Cộng sản Việt Nam (2021), *Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ XIII (toàn tập)*, Nhà xuất bản Chính trị quốc gia sự thật, Hà Nội
8. Đặng Hoàn biên dịch (1999), *Từ điển Ngoại thương và Tài chính Anh-Việt hiện đại*, Nhà xuất bản Thống kê, Hà Nội.
9. Đinh Thị Kim Loan (2012), *Các yếu tố ảnh hưởng đến đầu tư tài sản cố định của doanh nghiệp*, Luận văn Cao học, Trường Đại Học Mở TP. Hồ Chí Minh.

10. Dương Ngọc Mai Phương, Vũ Thị Phương Anh, Đỗ Thị Trúc Đào và Nguyễn Hữu Tuấn (2015), *Tác động của chính sách tiền tệ đến thị trường chứng khoán: Bằng chứng tại Việt Nam*, Tạp chí phát triển và hội nhập, Đại học Kinh tế-Tài chính Thành phố Hồ Chí Minh, Số 25 (35) tháng 11-12/2015, tr. 3-13.
11. Hoàng Thị Minh Thu (2014), *Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và đầu tư của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh*, Luận văn Cao học, Trường Đại Học Mở, TP. Hồ Chí Minh.
12. HP (2021), “Giao dịch chứng khoán phái sinh tháng 7/2021 tăng mạnh“, *Cổng thông tin điện tử Bộ Tài chính*, truy cập: ngày 1/11/2021 tại https://vst.mof.gov.vn/webcenter/portal/tttc/r/o/hdntc/hdntc_chitiet?dDocName=MOFUCM206745&dID=215911&_afrLoop=11012646952865220#%40%3FdID%3D215911%26_afrLoop%3D11012646952865220%26dDocName%3DMOFUCM206745%26_adf.ctrl-state%3D110oq7nlj0_4.
13. Hung Le (2019), *Moody's could lower Vietnam credit rating*, Báo điện tử, truy cập: ngày 4/5/2021 tại <https://e.vnexpress.net/news/business/economy/moody-s-could-lower-vietnam-credit-rating-3994695.html>.
14. Khánh An (2020), *Trái phiếu DN sẽ chiếm 20% GDP và dấu ấn VCBS*, Báo điện tử thuộc nhóm Thời báo kinh tế Việt Nam, truy cập: ngày 4/5/2021 tại <http://vneconomy.vn/trai-phieu-doanh-nghiep-se-chiem-20-gdp-va-dau-an-vcbs-20190526220901259.htm>.
15. Lê Bảo Lâm và Lê Văn Hưởng (2012). *Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp tại tỉnh Tiền Giang*, Tạp chí khoa học trường đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh, số 4 (27) năm 2012, tr. 3-18.

16. Lê Hà Diễm Chi (2015). *Quan hệ giữa đầu tư với dòng tiền và yếu tố hạn chế tài chính: Nhìn từ các nghiên cứu trải nghiệm*, Tạp chí Nghiên cứu và Trao đổi, số 24 (34) tháng 09-10/2015, tr. 31-39.
17. Lê Thị Minh Nguyên (2016), *Các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn: một nghiên cứu trong ngành xi măng Việt Nam*, Tạp chí khoa học, Đại học Văn Hiến, số 4 (3) tháng 08/2016, tr. 30-37.
18. Lê Thị Tuyết Hoa cùng tập thể tác giả (2016), *Giáo trình Thị trường tài chính và các định chế tài chính*, Nhà xuất bản Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.
19. Ngân hàng nhà nước Việt Nam (1998), *Quyết định 324/1998/QĐ-NHNN1 về việc ban hành quy chế cho vay của tổ chức tín dụng đối với khách hàng*, ban hành ngày 30 tháng 9 năm 1998.
20. Ngân hàng nhà nước Việt Nam (2019), *Quyết định 34/QĐ-NHNN Năm 2019: Chương trình hành động của ngành ngân hàng thực hiện chiến lược phát triển ngành ngân hàng Việt Nam đến năm 2025, định hướng đến năm 2030*, ban hành ngày 07 tháng 01 năm 2019.
21. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2019), *Quyết định số 1870/QĐ-NHNN ngày 12/9/2019 về lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đối với các ngân hàng*, ban hành ngày 12 tháng 9 năm 2019.
22. Ngân hàng nhà nước Việt Nam (2021), *Thông tin về hoạt động ngân hàng trong tuần*, Ngân hàng nhà nước Việt Nam truy cập ngày 23/6/2021 tại https://www.sbv.gov.vn/webcenter/faces/menu/sm/tcbc/ttvhdnhtt?_adf.ctrl-state=bhmst8ujx_653&_afLoop=14773091655668506#%40%3F_afLoop%3D14773091655668506%26_adf.ctrl-state%3D3h0awxk35_442

23. Nguyễn Minh Hà và Nguyễn Hoàng Phi Nam (2015). *Tác động của các hạn chế tài chính đến đầu tư của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Tạp chí công nghệ ngân hàng, số 117.
24. Nguyễn Thị Ngọc Diệp và Lê Thu Thủy (2018), *Các yếu tố ảnh hưởng đến nhu cầu vay vốn của các doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn tỉnh Đồng Nai*, Tạp chí khoa học, Đại học Đồng Nai, số 10 năm 2018, tr. 107-121.
25. Nguyễn Thị Ngọc Trang và Trang Thúy Quyên (2013), *Mối quan hệ sử dụng đòn bẩy tài chính và quyết định đầu tư*, Tạp chí phát triển và hội nhập, số 9 (19) tháng 3 – 4/2013, tr. 10-15.
26. Nguyễn Thị Tuyết Nhung (2017), *Hạn chế tài chính và quyết định đầu tư của các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận án thạc sĩ, Trường đại học kinh tế TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
27. Nguyễn Thị Uyên Uyên và Từ Thị Kim Thoa (2015), *Ảnh hưởng của việc nắm giữ tiền mặt vượt trội đến các quyết định tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam*, Tạp chí Phát triển Kinh tế, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, số 25 (35) tháng 11-12/2015, tr. 36-45.
28. Nguyễn Thị Uyên Uyên và Từ Thị Kim Thoa (2017), *Ảnh hưởng của dòng tiền đến độ nhạy cảm tiền mặt nắm giữ trong điều kiện hạn chế tài chính của các công ty Việt Nam*, Tạp chí Phát triển Kinh tế, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, số 28 (11) tháng 11/2017, tr. 26-53.
29. Phạm Hà và Phan Đình Quế Trân (2018), *Ảnh hưởng của hạn chế tài chính đến quyết định nắm giữ tiền mặt của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam*, Tạp chí Khoa học, Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh, số 13 (2) tháng 5/ 2018, tr. 205-218.
30. Phạm Lê Thông, Lê Khương Ninh, Lê Tấn Nghiêm, Phạm Anh Tú và Huỳnh Việt Khải (2008), *Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư*

của các doanh nghiệp ngoài quốc doanh ở Kiên Giang, Tạp chí Khoa học , Đại học Cần Thơ, số 9 năm 2008, tr. 3-18.

31. Quốc hội (2020), *Luật Đầu tư (Luật số 61/2020/QH14)*, ban hành ngày 17 tháng 06 năm 2020.
32. Quốc hội (2019), *Luật Chứng khoán, (Luật số 54/2019/QH14)*, ban hành ngày 26 tháng 11 năm 2019.
33. Quốc hội (2010), *Luật các tổ chức tín dụng*, ban hành ngày 16 tháng 6 năm 2010.
34. Quốc hội (2014), *Luật Doanh nghiệp*, ban hành ngày 26 tháng 11 năm 2014
35. Robert J.Gordon (1994), *Kinh tế học vĩ mô*, NXB Khoa học và Kỹ thuật, Hà Nội, 898 tr.
36. Thủ tướng Chính phủ (1998), *Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg về việc thành lập trung tâm giao dịch chứng khoán*, ban hành ngày 11 tháng 7 năm 1998.
37. Thủ tướng Chính phủ (2007), *Quyết định số 128/2007/QĐ-TTG của Thủ tướng Chính phủ : Về việc phê duyệt Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020*, ban hành ngày 02 tháng 08 năm 2007.
38. Thủ tướng Chính phủ (2007), *Quyết định số 599/QĐ ngày 11/5/2007 Chuyển Trung tâm Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh thành Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh*, ban hành ngày 11 tháng 05 năm 2007.
39. Thủ tướng Chính phủ (2009), *Quyết định số 01/2009/QĐ-TTg về việc thành lập sở giao dịch chứng khoán Hà Nội*, ban hành ngày 02 tháng 01 năm 2009.
40. Thủ tướng chính phủ (2014), *Nghị quyết số 15/NQ-CP của Chính phủ : Về một số giải pháp đẩy mạnh cổ phần hóa, thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp*, ban hành ngày 06 tháng 03 năm 2014.

41. Thủ tướng chính phủ (2017), *Quyết định số 1191/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ: Phê duyệt Lộ trình phát triển thị trường trái phiếu giai đoạn 2017 - 2020, tầm nhìn đến năm 2030*, ban hành ngày 14 tháng 08 năm 2017.
42. Thủ tướng chính phủ (2018), *Nghị định số 39/2018/NĐ-CP của Chính phủ : Quy định chi tiết một số điều của Luật Hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa*, ban hành ngày 11 tháng 3 năm 2018.
43. Viện Nghiên cứu và phổ biến tri thức bách khoa (1998), *Đại Từ điển kinh tế thị trường*, NXB Viện nghiên cứu và phổ biến tri thức Bách Khoa, NXB Từ Điển Bách Khoa, Hà Nội, 1992 tr.

Tài liệu tiếng Anh

44. Abel, A. B., and Eberly, J. C. (2012), *Investment, Valuation, and Growth Options*, *Quarterly Journal of Finance*, 2(1).
45. Aggarwal, R., and Zong, S. (2006), *The cash flow–investment relationship: International evidence of limited access to external finance*, *Journal of Multinational Financial Management*, 16(1), pp. 89-104.
46. Agung, J. (2000), *Financial constraint, firms' investments and the channels of monetary policy in Indonesia*, *Alled Economics*, 32(13), pp. 1637–1646.
47. Aivazian, V., Ying, G, and Jiaping, Q. (2005), *The Impact of Leverage on Firm Investment*, *Journal of Corporate Finance*, 11. pp. 277-291.
48. Altman, E. (1968), *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, *The Journal of Finance*, 23(4), pp. 589-609.
49. Ameer, R., (2014), *Financial constraints and corporate investment in Asian countries*, *Journal of Asian Economics*, Elsevier Inc, 33, pp. 44–55.
50. Andra, B. and Philip, V. (2015), *Corporate investment and bank-dependent borrowers during the recent financial crisis*, European Central Bank Working paper, No. 1859.

51. Asian Bonds Online (2021), VietNam data, Available at:
<https://asianbondsonline.adb.org/economy/?economy=VN> (Accessed: 20 June 2020)
52. Association for Financial Professionals, (2011), *Current trends in estimating and applying the cost of capital*, Association for Financial Professionals, Available at:
http://www.afponline.org/pub/pdf/Cost_of_Capital_summary.pdf.
 (Accessed: 21 June 2020)
53. Bao, H. (2010), *A study on leverage and firm investment: Chinese evidence*, Master of Science thesis, Program Economics of Innovation and Growth, Royal Institute of Technology (KTH).
54. Beck, T., Demirguc-Kunt, A., and Maksimovic, V. (2008), *Financing patterns around the world: Are small firms different?*, *Journal of financial economics*, No. 89(3), pp. 467-487.
55. Benito, A. and Hernando, I. (2007), *Firm Behaviour and Financial Pressure: Evidence from Spanish Panel Data*, *Bulletin of Economic Research*, 59 (4), pp. 283-311.
56. Benninga, S. (2008), *Financial Modeling*, 3rd edition, MIT Press.
57. Berk, J.B. and DeMarzo, P.M. (2011), *Corporate finance*, 2nd edition , Prentice Hall.
58. Blomstrom, M. and Lipsey, R. (1991), *Firm Size and Foreign Operations of Multinationals*, *Scandinavian Journal of Economics*, 93 (1), pp. 101-07.
59. Bond, S. and Meghir, C. (1994), *Dynamic Investment Models and the Firm's Financial Policy*, *Review of Economic Studies*, 61 (2), pp. 197-222.

60. Bond, S., Elston, J., Mairesse, J. and Mulkay, B. (2003), *Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany and the UK: a comparison using company panel data*, *Rev. Econ. Stat.* 85 (1), pp. 153–165.
61. Brealey, R. A., and Myers, S. C. (1988), *Principles of corporate finance*, New York: McGraw-Hill.
62. Brealey, R.A., S.C. Myers, and F. Allen, (2006), *Corporate finance, 8th edition*, McGrawHill/Irwin.
63. Byoun, S. (2011), *Financial flexibility and capital structure decision*, SSRN Electronic Journal. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1108850> (Accessed: 20 June 2020)
64. Campello, M., Graham, J., and Harvey, C. (2010), *The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis*, *Journal of financial Economics*, 97, pp. 470 - 487.
65. Carmen, M. and Annalisa, F. (2008), *The impact of financial position on investment: An analysis for non-financial corporations in the Euro area*, European Central Bank, Working paper, No. 943.
66. Clark M. (1917), *Business acceleration and the law of demand: A technical factor in economic cycles*, *Journal of Political Economy*, 25 (3), pp. 217–35.
67. Cleary, S. (1999), *The Relationship between Firm Investment and Financial Status*, *Journal of Finance*, 54 (2), pp. 673-692.
68. Cleary, S., Povel, P., and Raith, M. (2007), *The U-shaped investment curve: theory and evidence*, *Journal of financial and quantitative analysis*, 42 (01), pp. 1-39.
69. Crotty, J. (1992), *Neoclassical and Keynesian Approaches to the Theory of Investment*, *Journal of Post Keynesian Economics*, 14 (4), pp. 483-496.

70. Chatelain, J. B., Generale, A., Hernando, I., von Kalckreuth, U. and Vermeulen, P. (2001), *Firm investment and monetary transmission in the euro area*, Bank of Italy, Economic Research and International Relations Area.
71. Chen, H. and Chen, S., (2012), *Investment-cash flow sensitivity cannot be a good measure of financial constraints: Evidence from the time series*, *Journal of Financial Economics*, 103(2), pp. 393-410.
72. Chen, S., Sun, Z., Tang, S., and Wu, D. (2011), *Government intervention and investment efficiency: Evidence from China*, *Journal of Corporate Finance*, 17(2), pp. 259-271.
73. Childs, D., Mauer, D. C., and Ott, S. H. (2005), *Interactions of corporate financing and investment decisions: The effects of agency conflicts*, *Journal of financial economics*, 76(3), pp. 667-690.
74. Chirinko, R., Fazzari, S. and Meyer A. (1999), *How responsive is business capital formation to its user cost? An exploration with micro data*, *Journal of Public Economics*, 74, pp. 53-80.
75. Cho,, Y. D. (1996), *Financial Factors and Corporate Investment: An Empirical Analysis of Korean Manufacturing Firms*, Avebury, Ashgate Publishing.
76. Chyi, Ng. và Tien, K. (2014), *Investment – Cash Flow Sensitivity and Factors Affecting Firm’s Investment Decisions*, *International Review of Business Research Papers*, 10 (2), pp. 103 – 114.
77. Damodaran, A., (2002), *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*, John Wiley and Sons Inc.

78. Devereux, M. and Schiantarelli, F. (1990), *Investment, Financial Factors, and Cash Flow: Evidence from U.K. Panel Data*, National Bureau of Economic Research, Inc
79. Diamond, D. (1989), *Reputation Acquisition in Debt Markets*, *Journal of Political Economy*, 97 (4), pp. 828-862.
80. Dixit A, (1992), *Investment and hysteresis*, *Journal of Economic Perspectives*, 6 (1), pp. 107–132.
81. Dunne, T., Roberts, M. and Samuelson, L. (1988), *Patterns of Firm Entry and Exit in U.S. Manufacturing Industries*, *RAND Journal of Economics*, 19 (4), pp. 495-515.
82. Durand, D. (1959), *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment*, *American Economic Review*.
83. Fama, E.F., and French, K.R. (1993), *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*, *Journal of Financial Economics*, 33, pp. 3–56.
84. Faulkender, M., Flannery, M., Hankins, K., and Smith, J. (2012), *Cash flows and leverage adjustments*, *Journal of Financial Economics*, 103 (3), pp. 632-646.
85. Fazzari, S.M., Hubbard, R.G. and Petersen, B. (1988), *Financing constraints and corporate investment*, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988 (1), pp. 141–206.
86. Firth, M., Lin, C., and Wong, S. M. (2008), *Leverage and investment under a stateowned bank lending environment: Evidence from China*, *Journal of Corporate Finance*, 14(5), pp. 642-653.
87. Fisher, I. (1930), *The Theory of Interest*, 1st, The Macmillan Co.
88. Frank, M. Z. and Shen, T. (2015), *Investment and the Weighted Average Cost of Capital*, Available at: <https://ssrn.com/abstract=2014367>

89. Franklin, S. and Muthusamy, K. (2011), *Impact of Leverage on Firms Investment Decision*, *International Journal of Scientific & Engineering Research*, 2 (4), pp. 1-16.
90. Gomes, F. (2001), *Financing Investment*, *American Economic Review*, 91 (5), pp. 1263-1285 .
91. Graham, J.R., and Harvey, C.R. (2001), *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*, *Journal of Finance*, 60, pp. 187–243.
92. Greenwald, B., Stiglitz, J. and Weiss, A. (1984), *Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations*, *American Economic Review*, 74 (2), pp. 194-199.
93. Gianni, L. (2005), *Financial Constraints, the User Cost of Capital and Corporate Investment in Australia*, RBA Research Discussion Papers, Reserve Bank of Australia.
94. Gilchrist, S., and Himmelberg, C. P. (1995), *Evidence on the role of cash flow for investment*, *Journal of monetary Economics*, 36(3), pp. 541-572.
95. Gilchrist, S., and Gertler , M. (1994), *Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms*, *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press, 109(2), pp. 309-340.
96. Hadlock, C., và Pierce, J. (2010). *New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index*, *Review of financial studies*, 35(5), pp. 1909-1940.
97. Haldane, A. (2011), *The Short Long*, Bank of England Speech, Available at www.bankofengland.co.uk/publications/speeches.
98. Hart, O. (1995), *Firms, contracts, and financial structure*, Oxford university press.

99. Hernando, I. and Carmen, M. (2008), *The impact of financial variables on firms' real decisions: Evidence from Spanish firm-level data*, *Journal of Macroeconomics*, 30(1), pp. 543-561.
100. Hoshi, T., and Kashyap, A. K. (1990), *Evidence on q and Investment for Japanese Firms*, *Journal of the Japanese and International Economies*, 4(4), pp. 371-400.
101. Hoshi, T., Kashyap, A. K., and Scharfstein, D. (1988), *Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese panel data*, Working paper, Massachusetts Institute of Technology
102. Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1991), *Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups*, *The Quarterly Journal of Economics*, 106 (1), pp. 33-60.
103. Hovakimian, G. (2009), *Determinants of investment cash flow sensitivity*, *Financial management*, 38(1), pp. 161-183.
104. Hovakimian, G. and Titman, S. (2003), *Corporate Investment With Financial Constraints: Sensitivity of Investment to Funds From Voluntary Asset Sales*, *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(2), pp. 357–374.
105. Jensen, M. C. (1986), *Agency cost of free cash flow*, *Corporate Finance, and Takeovers*, *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.
106. Kaplan, S. N., and Zingales, L. (1997). *Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?*, *The Quarterly Journal of Economics*, 112 (1), pp. 169-215.
107. Kátay, G. and Wolf, Z. (2004), *Investment Behavior, User Cost and Monetary Policy Transmission - the Case of Hungary*, MNB Working Papers, Magyar Nemzeti Bank (Central Bank of Hungary).

108. Keynes, J. (1936), *The General Theory of Employment. Interest and Money*, Cambridge: Cambridge University Press.
109. Koller, T., M. Goedhart, and D. Wessels, (2010), *Valuation: measuring and managing the value of companies*, John Wiley and Sons Inc.
110. Laeven, L. (2002), *Financial constraints on investments and credit policy in Korea*, *Journal of Asian Economics*, 13(2), pp. 251–269.
111. Lamont, O. (1997), *Cash Flow and Investment: Evidence From Internal Capital Markets*, *Journal of Finance*, 52. pp. 83-109.
112. Lamont, O., Polk, C., and Saa-Requejo, J. (2001). *Financial constraints and stock returns*, *The review of financial studies*, 14(2), pp. 529-554.
113. Lang, L., Ofek, E., and Stulz, R. (1996), *Leverage, investment, and firm growth*, *Journal of financial Economics*, 40(1), pp. 3-29.
114. Laurenceson, J., and Chai, J. C. H. (2003), *Financial reforms and economic development in China*, Cheltenham, UK, Edward Elgar., pp. 1-28.
115. Lewellen, J., & Lewellen, K. (2016), *Investment and Cash Flow: New Evidence*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(4), pp. 1135-1164.
116. Mairesse, J., Hall, B.H. and Mulkay, B. (1999), *Firm-level investment in France and the United States : an exploration of what we have learned in twenty years*, *Annales d'Economie et de Statistique*, 55/56, pp. 27-67.
117. Marchica, M.T. and Mura, R. (2007), *Cash Holding Policy and Ability to Invest: how do firms determine their capital expenditures? New Evidence from the UK Market*, Financial Management Association, Orlando.

118. Marina và Huey Chyi (2012), *Determinants of the Relationship between Firm Leverage and Cash Flow: Evidence from Malaysian Companies*, *Taylor's Business Review*, 2 (1), pp. 1-16.
119. Miller, Merton H., and Modigliani, F. (1966), *Some Estimates of the Cost of Capital to the Utility Industry*, *American Economic Review*, 56, pp. 333–391.
120. Minsky, H. P. (1986), *Stabilizing an unstable economy*, New Haven: Yale University Press.
121. Minton, Bernadette A. and Catherine, S. (1999), *The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing*, *Journal of Financial Economics*, 54 (3), pp. 423-460.
122. Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, *American Economic Review*, 48, pp. 261–297.
123. Modigliani, F. and Miller, M.H. (1963), *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, *American Economic Review*, 53, pp. 433-443.
124. Myers, S. (1977), *Determinants of corporate borrowing*, *Journal of Financial Economics*, 5 (2), pp. 147-175.
125. Myers, S. and Majluf, N. (1984), *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, *Journal of Financial Economics*, 13 (2), pp. 187-221.
126. Nicholas, K. (1966), *Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Distribution: Comment on Samuelson and Modigliani*, *Review of Economic Studies*, 33 (4), pp. 309-319.

127. OECD (2001), *Non-financial corporations definition*, OECD, Available at: <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=1805> (Accessed: 20 June 2020)
128. Okuda, H., and Nhung, L. T. (2012), *Capital Structure and Investment Behavior of Listed Companies in Vietnam: An Estimation of the Influence of Government Ownership*, *International Journal of Business and Information*, 7(2), pp. 137.
129. Pesaran. M. H. and Pesaran. B (1997), *Working with Microfit 4.0 Interactive Econometric Analysis* , Oxford University Press, Oxford.
130. Pierluigi, B., Emanuele, B. and Fabio, S. (2016), *Financial Markets, Banks' Cost of Funding, and Firms' Decisions: Lessons from Two Crises*, CESifo Working Paper Series 5669, CESifo Group Munich.
131. Raff, H. and Ryan, M.J. (2008), *Firm-Specific Characteristics and the Timing of Foreign Direct Investment Projects*, *Review of World Economics*, 144, pp. 1-31.
132. Rose K., Gianni C. and David R. (2016), *Why Do Companies Fail?*, RBA Research Discussion Papers 2016-09, Reserve Bank of Australia.
133. Ross, S. A., Westerfield, R., and Jordan, B. D. (2008), *Fundamentals of corporate finance*, Tata McGraw-Hill Education.
134. Savignac, F. (2009), *Impact of financial constraints on innovation: What can be learned from a direct measure?*, *Economics of innovation and new technology*, No. 17(6), pp. 553-569.
135. Schiantarelli, F. (2006), *Financial Constraints and Investment: Methodological Issues and International Evidence*, *Oxford Review of Economic Policy*, 12 (2), pp. 70–89.

136. Shin, H.-H., and Park, Y. S. (1999), *Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean 'chaebols*, *Journal of Corporate Finance*, 5(2), pp. 169–191.
137. Siegfried, N. A. (2000), *Microeconomic Evidence for a German Credit Channel (No. 20002)*, Hamburg University, Department of Economics.
138. Silva, F. and Carreira, C. (2010), Measuring firms' financial constraints: Evidence for Portugal through different approaches, GEMF Working Papers, Faculty of Economics, University of Coimbra
139. Solomon, E., (1963), *Leverage and the cost of capital*, *The Journal of Finance*, 18 (2), pp. 273-279.
140. Steven N. Kaplan and Luigi Zingales, 1995. *Do Financing Constraints Explain Why Investment is Correlated with Cash Flow?*, NBER Working Papers 5267, National Bureau of Economic Research, Inc.
141. Stickney, C.P. Brown, P. & Wahlen, J.M. (2003), *Financial Reporting and Statement Analysis: A Strategic Approach*, 5th ed., Mason, OH: South-Western College Publishing.
142. Stiglitz, J. E., and Weiss, A. (1981), *Credit rationing in markets with imperfect information*, *The American economic review*, 71 (3), pp. 393-410.
143. Stulz, R. (1990), *Managerial discretion and optimal financing policies*, *Journal of financial Economics*, 26(1), pp. 3-27.
144. Tobin, J. (1958), *Liquidity Preference as Behavior Towards Risk*, *Review of Economic Studies*, 25 (2), pp. 65-86.
145. Tobin, J. (1969), *A general equilibrium approach to monetary theory*, *Journal of money, credit and banking*, 1 (1), pp. 15-29.
146. The Worldbank (2021), *VietNam*, The Worldbank, Available at: <https://data.worldbank.org/country/VN> (Accessed: 20 June 2021)

147. Trigeorgis, L. (1993), *Real Options and Interactions With Financial Flexibility*, *Financial Management*, 22, issue 3.
148. Weston, J. F. (1963), *A test of cost of capital propositions*, *Southern Economic Journal*, 2, pp. 105-112.
149. Whited, T. (1992), *Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data*, *Journal of Finance*, 47 (4), pp. 1425-1460.
150. Whited, T. M., & Wu, G. (2006), *Financial constraints risk*, *Review of Financial Studies*, 19(2), pp. 531-559.

**DANH MỤC CÔNG TRÌNH CÔNG BỐ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU
LUẬN ÁN CỦA TÁC GIẢ**

1. Nguyễn Hoàng Tùng (2019), “Chi phí vốn của các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam”, Tạp chí Kinh tế và Dự báo, tháng 11/2019 (số 33), tr. 119-122.
2. Nguyễn Hoàng Tùng (2020), “Tác động của thị trường vốn đến đầu tư của doanh nghiệp đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam”, Tạp chí Kinh tế và Dự báo, tháng 12/2019 (số 36), tr. 119-121.

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Kết quả ước lượng độ trễ của từng biến trong mô hình nghiên cứu tổng thể các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết

Autoregressive Distributed Lag Estimates			
ARDL(5,5,5,5) selected based on Akaike Information Criterion			

Dependent variable is IK			
26420 observations used for estimation from 2011Q1 to 8615Q4			

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
IK(-1)	.93591	.0061594	151.9477[.000]
IK(-2)	-.010435	.0084381	-1.2366[.216]
IK(-3)	.010808	.0084381	1.2809[.200]
IK(-4)	.015346	.0084280	1.8209[.069]
IK(-5)	-.016179	.0061520	-2.6299[.009]
SALE	.062835	.0072684	8.6450[.000]
SALE(-1)	-.016671	.0078896	-2.1131[.035]
SALE(-2)	-.025409	.0075222	-3.3778[.001]
SALE(-3)	-.0031455	.0075191	-.41833[.676]
SALE(-4)	-.018822	.0078778	-2.3892[.017]
SALE(-5)	.021777	.0072560	3.0013[.003]
UC	-.25684	.014305	-17.9545[.000]
UC(-1)	.28155	.018982	14.8327[.000]
UC(-2)	-.015114	.019043	-.79368[.427]
UC(-3)	.016054	.019049	.84275[.399]
UC(-4)	-.070822	.019067	-3.7143[.000]
UC(-5)	.032155	.014399	2.2332[.026]
CF	-1.4714	.82870	-1.7755[.076]
CF(-1)	6.3579	.85891	7.4023[.000]
CF(-2)	-5.8976	.86433	-6.8234[.000]
CF(-3)	3.3468	.86516	3.8684[.000]
CF(-4)	.60668	.86085	.70475[.481]
CF(-5)	2.7379	.83003	3.2986[.001]
INPT	-24.3617	7.1557	-3.4045[.001]
TREND	-.5192E-7	.1644E-6	-.31590[.752]

R-Squared	.88244	R-Bar-Squared	.88233
S.E. of Regression	.20316	F-Stat.	F(24,26395) 8255.3[.000]
Mean of Dependent Variable	-.91384	S.D. of Dependent Variable	.59225
Residual Sum of Squares	1089.4	Equation Log-likelihood	4631.7
Akaike Info. Criterion	4606.7	Schwarz Bayesian Criterion	4504.4
DW-statistic	2.0000		

Testing for existence of a level relationship among the variables in the ARDL model			

F-statistic	95% Lower Bound	95% Upper Bound	90% Lower Bound 90% Upper Bound
196.1685	3.9499	4.9519	3.4505 4.3117
W-statistic 95% Lower Bound 95% Upper Bound 90% Lower Bound 90% Upper Bound			
784.6738	15.7997	19.8075	13.8021 17.2466

If the statistic lies between the bounds, the test is inconclusive. If it is above the upper bound, the null hypothesis of no level effect is rejected. If it is below the lower bound, the null hypothesis of no level effect can't be rejected. The critical value bounds are computed by stochastic simulations using 5000 replications.			
Diagnostic Tests			

* Test Statistics *	LM Version	* F Version	*

*	*	*	*
* A:Serial Correlation*CHSQ(4) = 10.8073[.029]*F(4,26391) = 2.7000[.029]*			
*	*	*	*

* B:Functional Form *CHSQ(1) = 153.3783[.000]*F(1,26394) = 154.1221[.000]*			
*	*	*	*
* C:Normality	*CHSQ(2) = 3570275[.000]*	Not applicable	*
*	*	*	*
* D:Heteroscedasticity*CHSQ(1) = 1081.2[.000]*F(1,26418) = 1127.2[.000]*			
***** *****			
A:Lagrange multiplier test of residual serial correlation			
B:Ramsey's RESET test using the square of the fitted values			
C:Based on a test of skewness and kurtosis of residuals			
D:Based on the regression of squared residuals on squared fitted values			

Phụ lục 2: Hệ số dài hạn của các biến trong mô hình nghiên cứu tổng thể các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết

Estimated Long Run Coefficients using the ARDL Approach				
ARDL(5,5,5,5) selected based on Akaike Information Criterion				

Dependent variable is IK				
26420 observations used for estimation from 2011Q1 to 8615Q4				

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]	
SALE	.31859	.063763	4.9964[.000]	
UC	-.20156	.084426	-2.3874[.017]	
CF	87.9963	25.9781	3.3873[.001]	
INPT	-377.3961	111.1585	-3.3951[.001]	
TREND	-.8044E-6	.2546E-5	-.31592[.752]	

Testing for existence of a level relationship among the variables in the ARDL model				

F-statistic	95% Lower Bound	95% Upper Bound	90% Lower Bound	90% Upper Bound
196.1685	3.9499	4.9519	3.4505	4.3117
W-statistic	95% Lower Bound	95% Upper Bound	90% Lower Bound	90% Upper Bound
784.6738	15.7997	19.8075	13.8021	17.2466

If the statistic lies between the bounds, the test is inconclusive. If it is above the upper bound, the null hypothesis of no level effect is rejected. If it is below the lower bound, the null hypothesis of no level effect can't be rejected. The critical value bounds are computed by stochastic simulations using 5000 replications.				

Phụ lục 3: Kết quả mô hình ECM trong nghiên cứu tổng thể các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết

Error Correction Representation for the Selected ARDL Model

ARDL(5,5,5,5) selected based on Akaike Information Criterion			

Dependent variable is dIK			
26420 observations used for estimation from 2011Q1 to 8615Q4			

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
dIK1	.4593E-3	.0062047	.074022[.941]
dIK2	-.0099756	.0061946	-1.6104[.107]
dIK3	.8325E-3	.0061784	.13474[.893]
dIK4	.016179	.0061520	2.6299[.009]
dSALE	.062835	.0072684	8.6450[.000]
dSALE1	.025599	.0085753	2.9852[.003]
dSALE2	.1900E-3	.0085624	.022189[.982]
dSALE3	-.0029555	.0082545	-.35804[.720]
dSALE4	-.021777	.0072560	-3.0013[.003]
dUC	-.25684	.014305	-17.9545[.000]
dUC1	.037726	.014598	2.5843[.010]
dUC2	.022613	.014621	1.5466[.122]
dUC3	.038667	.014505	2.6658[.008]
dUC4	-.032155	.014399	-2.2332[.026]
dCF	-1.4714	.82870	-1.7755[.076]
dCF1	-.79376	1.3941	-.56937[.569]
dCF2	-6.6914	1.2329	-5.4273[.000]
dCF3	-3.3446	1.0254	-3.2618[.001]
dCF4	-2.7379	.83003	-3.2986[.001]
dTREND	-.5192E-7	.1644E-6	-.31590[.752]
ecm(-1)	-.064551	.0023174	-27.8555[.000]

List of additional temporary variables created:			
dIK = IK-IK(-1)			
dIK1 = IK(-1)-IK(-2)			
dIK2 = IK(-2)-IK(-3)			
dIK3 = IK(-3)-IK(-4)			
dIK4 = IK(-4)-IK(-5)			
dSALE = SALE-SALE(-1)			
dSALE1 = SALE(-1)-SALE(-2)			
dSALE2 = SALE(-2)-SALE(-3)			
dSALE3 = SALE(-3)-SALE(-4)			

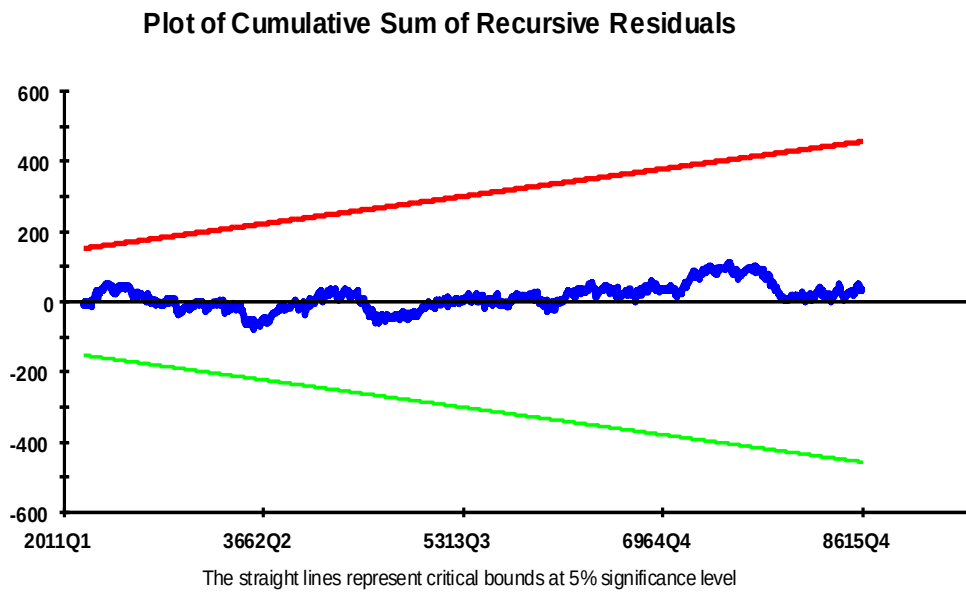
dSALE4 = SALE(-4)-SALE(-5)				
dUC = UC-UC(-1)				
dUC1 = UC(-1)-UC(-2)				
dUC2 = UC(-2)-UC(-3)				
dUC3 = UC(-3)-UC(-4)				
dUC4 = UC(-4)-UC(-5)				
dCF = CF-CF(-1)				
dCF1 = CF(-1)-CF(-2)				
dCF2 = CF(-2)-CF(-3)				
dCF3 = CF(-3)-CF(-4)				
dCF4 = CF(-4)-CF(-5)				
dTREND = TREND-TREND(-1)				
ecm = IK -.31859*SALE + .20156*UC -87.9975*CF + 377.4011*INPT + .8044E-6*				
TREND				

R-Squared	.053077	R-Bar-Squared	.052216	
S.E. of Regression	.20316	F-Stat.	F(21,26398)	70.4526[.000]
Mean of Dependent Variable		-.3395E-4	S.D. of Dependent Variable .20868	
Residual Sum of Squares	1089.4	Equation Log-likelihood	4631.7	
Akaike Info. Criterion	4606.7	Schwarz Bayesian Criterion	4504.4	
DW-statistic		2.0000		

R-Squared and R-Bar-Squared measures refer to the dependent variable				
dIK and in cases where the error correction model is highly				
restricted, these measures could become negative.				
Testing for existence of a level relationship among the variables in the ARDL model				

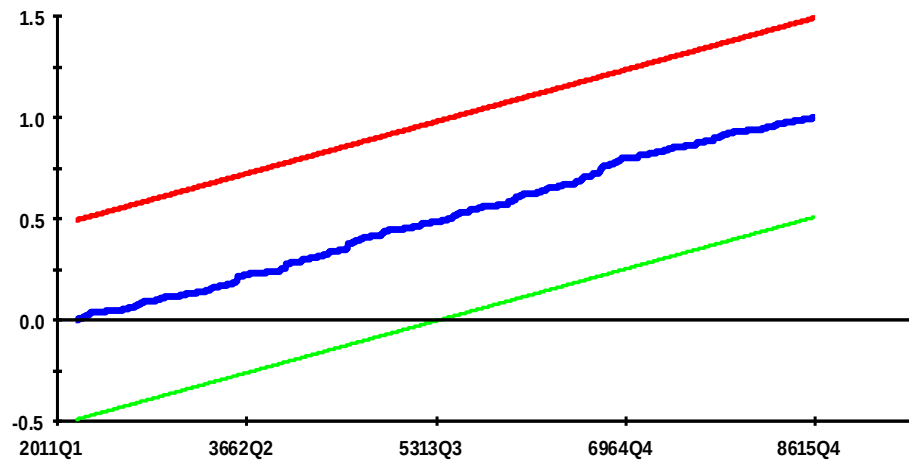
F-statistic	95% Lower Bound	95% Upper Bound	90% Lower Bound	90% Upper Bound
196.1685	3.9499	4.9519	3.4505	4.3117

Phụ lục 4: Kiểm định phần dư trong nghiên cứu tổng thể các doanh nghiệp phi tài chính đã niêm yết



Phụ lục 5: Kiểm nghiệm tổng tích lũy của phần dư

Plot of Cumulative Sum of Squares of Recursive Residuals



The straight lines represent critical bounds at 5% significance level

Phụ lục 6: Hệ số dài hạn của mô hình ARDL cho các doanh nghiệp lớn

Estimated Long Run Coefficients using the ARDL Approach				
ARDL(5,5,5,5) selected based on Akaike Information Criterion				

Dependent variable is IK				
5705 observations used for estimation from 2018Q3 to 3444Q3				

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]	
SALE	-.040618	.13811	-.29410[.769]	
UC	-.14575	.18653	-.78139[.435]	
CF	2761.6	2395.7	1.1527[.249]	
INPT	-11817.2	10250.7	-1.1528[.249]	
TREND	-.2177E-4	.2633E-4	-.82703[.408]	

Testing for existence of a level relationship among the variables in the ARDL model				

F-statistic	95% Lower Bound	95% Upper Bound	90% Lower Bound	90% Upper Bound
32.4714	4.0208	5.0583	3.5104	4.4231
W-statistic	95% Lower Bound	95% Upper Bound	90% Lower Bound	90% Upper Bound
129.8857	16.0833	20.2332	14.0416	17.6925

If the statistic lies between the bounds, the test is inconclusive. If it is above the upper bound, the null hypothesis of no level effect is rejected. If it is below the lower bound, the null hypothesis of no level effect can't be rejected. The critical value bounds are computed by stochastic simulations using 5000 replications.				

Phụ lục 7: Hệ số dài hạn của mô hình ARDL cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa

Estimated Long Run Coefficients using the ARDL Approach				
ARDL(1,2,5,5) selected based on Akaike Information Criterion				

Dependent variable is IK				
13774 observations used for estimation from 2019Q1 to 5462Q2				

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]	
SALE	.32851	.085540	3.8404[.000]	
UC	-.36813	.13076	-2.8153[.005]	
CF	74.8127	27.6289	2.7078[.007]	
INPT	-321.2421	118.2222	-2.7173[.007]	
TREND	-.1407E-5	.7194E-5	-.19563[.845]	

Testing for existence of a level relationship among the variables in the ARDL model				

F-statistic	95% Lower Bound	95% Upper Bound	90% Lower Bound	90% Upper Bound
130.3412	4.0555	5.1403	3.5050	4.4846
W-statistic				
95% Lower Bound	95% Upper Bound	90% Lower Bound	90% Upper Bound	
521.3649	16.2220	20.5613	14.0201	17.9384

If the statistic lies between the bounds, the test is inconclusive. If it is above the upper bound, the null hypothesis of no level effect is rejected. If it is below the lower bound, the null hypothesis of no level effect can't be rejected. The critical value bounds are computed by stochastic simulations using 5000 replications.				

Phụ lục 8: Hệ số dài hạn của mô hình ARDL cho các doanh nghiệp nhà nước

Estimated Long Run Coefficients using the ARDL Approach

ARDL(5,5,5,5) selected based on Akaike Information Criterion				

Dependent variable is IK				
5655 observations used for estimation from 2009Q4 to 3423Q2				

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]	
SALE	-.042328	.13923	-.30402[.761]	
UC	-.15328	.18783	-.81607[.414]	
CF	2780.2	2410.9	1.1532[.249]	
INPT	-11896.8	10315.9	-1.1533[.249]	
TREND	-.2207E-4	.2681E-4	-.82291[.411]	

Testing for existence of a level relationship among the variables in the ARDL model				

F-statistic	95% Lower Bound	95% Upper Bound	90% Lower Bound	90% Upper Bound
32.0729	4.0574	5.1405	3.5129	4.5165
W-statistic	95% Lower Bound	95% Upper Bound	90% Lower Bound	90% Upper Bound
128.2915	16.2295	20.5621	14.0514	18.0660

If the statistic lies between the bounds, the test is inconclusive. If it is above the upper bound, the null hypothesis of no level effect is rejected. If it is below the lower bound, the null hypothesis of no level effect can't be rejected. The critical value bounds are computed by stochastic simulations using 5000 replications.				

Phụ lục 9: Hệ số dài hạn của mô hình ARDL cho các doanh nghiệp tư nhân

Estimated Long Run Coefficients using the ARDL Approach	
ARDL(1,2,5,5) selected based on Akaike Information Criterion	

Dependent variable is IK				
20339 observations used for estimation from 2011Q1 to 7095Q3				

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]	
SALE	.44329	.068784	6.4447[.000]	
UC	-.23245	.093246	-2.4929[.013]	
CF	83.4033	24.9690	3.3403[.001]	
INPT	-357.7329	106.8406	-3.3483[.001]	
TREND	-.1851E-5	.3626E-5	-.51057[.610]	

Testing for existence of a level relationship among the variables in the ARDL model				

F-statistic	95% Lower Bound	95% Upper Bound	90% Lower Bound	90% Upper Bound
187.0403	4.0149	4.9832	3.4583	4.3835
W-statistic	95% Lower Bound	95% Upper Bound	90% Lower Bound	90% Upper Bound
748.1612	16.0594	19.9329	13.8334	17.5341

If the statistic lies between the bounds, the test is inconclusive. If it is above the upper bound, the null hypothesis of no level effect is rejected. If it is below the lower bound, the null hypothesis of no level effect can't be rejected. The critical value bounds are computed by stochastic simulations using 5000 replications.				

Phụ lục 10: Danh sách các doanh nghiệp trong mẫu dữ liệu

Mã chứng khoán	Tên DN
AAA	CTCP Nhựa và Môi trường xanh An Phát
AAM	CTCP Thủy sản Mekong
ABT	CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre
ACC	CTCP ĐT và Xây dựng Bình Dương ACC
ACL	CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Cửu Long An Giang
ACM	CTCP Tập đoàn Khoáng sản Á Cường
ADC	CTCP Mỹ thuật và Truyền Thông
ADS	CTCP Damsan
AGF	CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản An Giang
AGM	CTCP Xuất nhập khẩu An Giang
ALT	CTCP Văn hóa Tân Bình
ALV	CTCP ĐT Phát triển hạ tầng ALV
AMC	CTCP Khoáng sản Á Châu
AMD	CTCP ĐT và Khoáng sản FLC STONE
AME	CTCP Alphanam E&C
AMV	CTCP Sản xuất kinh doanh Dược và Trang thiết bị Y tế Việt Mỹ
ANV	CTCP Nam Việt - ANV
APC	CTCP Chiếu xạ An Phú
APP	CTCP Phát triển Phụ gia và Sản phẩm Dầu mỏ
ARM	CTCP Xuất Nhập khẩu Hàng Không
ASA	CTCP Hàng tiêu dùng ASA
ASP	CTCP Tập đoàn Dầu khí An Pha
ATG	CTCP An Trường An
ATS	CTCP Suất ăn công nghiệp Atesco
BBC	CTCP Bibica
BBS	CTCP VICEM Bao bì Bút Sơn
BCC	CTCP Xi măng Bim Sơn
BCE	CTCP Xây dựng và Giao thông Bình Dương
BCG	CTCP Bamboo Capital
BDB	CTCP Sách và Thiết bị Bình Định
BED	CTCP Sách và Thiết bị Trường học Đà Nẵng
BFC	CTCP Phân bón Bình Điền
BHN	Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước Giải khát Hà Nội
BKC	CTCP Khoáng sản Bắc Kạn
BLF	CTCP Thủy sản Bạc Liêu
BMC	CTCP Khoáng sản Bình Định
BMP	CTCP Nhựa Bình Minh

BPC	CTCP VICEM Bao bì Bể Sơn
BRC	CTCP Cao su Bến Thành
BSC	CTCP Dịch vụ Bến Thành
BST	CTCP Sách - Thiết bị Bình Thuận
BTP	CTCP Nhiệt điện Bà Rịa
BTS	CTCP Xi măng VICEM Bút Sơn
BTT	CTCP Thương mại - Dịch vụ Bến Thành
BTW	CTCP Cấp nước Bến Thành
BXH	CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng
C32	CTCP ĐT Xây dựng 3-2
C47	CTCP Xây dựng 47
C69	CTCP Xây dựng 1369
C92	CTCP Xây dựng và ĐT 492
CAN	CTCP Đồ hộp Hạ Long
CAP	CTCP Lâm nông sản Thực phẩm Yên Bái
CAV	CTCP Dây cáp điện Việt Nam
CCI	CTCP ĐT Phát triển Công nghiệp - Thương mại Củ Chi
CDC	CTCP Chương Dương
CDN	CTCP Cảng Đà Nẵng
CEE	CTCP Xây dựng Hạ tầng CII
CHP	CTCP Thủy điện Miền Trung
CJC	CTCP Cơ điện Miền Trung
CKV	CTCP COKYVINA
CLC	CTCP Cát Lợi
CLH	CTCP Xi măng La Hiên VVMI
CLL	CTCP Cảng Cát Lái
CLM	CTCP Xuất nhập khẩu Than - Vinacomin
CLW	CTCP Cấp nước Chợ Lớn
CMC	CTCP ĐT CMC
CMG	CTCP Tập đoàn Công nghệ CMC
CMI	CTCP CMISTONE Việt Nam
CMS	CTCP Xây dựng và Nhân lực Việt Nam
CMT	CTCP Công nghệ Mạng và Truyền thông
CMV	CTCP Thương nghiệp Cà Mau
CMX	CTCP Camimex Group
CNG	CTCP CNG Việt Nam
COM	CTCP Vật tư - Xăng dầu
CPC	CTCP Thuốc sát trùng Cần Thơ
CSM	CTCP Công nghiệp cao su Miền Nam
CSV	CTCP Hóa chất Cơ bản miền Nam
CT6	CTCP Công trình 6

CTB	CTCP Chế tạo Bơm Hải Dương
CTC	CTCP Gia Lai CTC
CTD	CTCP Xây dựng COTECCONS
CTF	CTCP City Auto
CTI	CTCP ĐT Phát triển Cường Thuận IDICO
CTP	CTCP Cà phê Thương Phú
CTT	CTCP Chế tạo máy - Vinacomin
CTX	Tổng CTCP ĐT xây dựng và Thương mại Việt Nam
CVN	CTCP Vinam
CVT	CTCP CMC
CX8	CTCP ĐT và Xây lắp Constrexim số 8
DAD	CTCP ĐT và Phát triển giáo dục Đà Nẵng
DAE	CTCP Sách Giáo dục tại Thành phố Đà Nẵng
DAG	CTCP Tập đoàn Nhựa Đông Á
DAH	CTCP Tập đoàn Khách sạn Đông Á
DAT	CTCP ĐT Du lịch và Phát triển Thủy sản
DBC	CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam
DBD	CTCP Dược - Trang thiết bị y tế Bình Định
DBT	CTCP Dược phẩm Bến Tre
DC2	CTCP ĐT phát triển - Xây dựng (DIC) Số 2
DC4	CTCP DIC số 4
DCL	CTCP Dược phẩm Cửu Long
DCM	CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau
DCS	CTCP Tập đoàn Đại Châu
DGC	CTCP Bột giặt và Hóa chất Đức Giang
DGW	CTCP Thế giới số
DHA	CTCP Hóa An
DHG	CTCP Dược Hậu Giang
DHM	CTCP Thương mại & Khai thác khoáng sản Dương Hiếu
DHP	CTCP Điện cơ Hải Phòng
DHT	CTCP Dược phẩm Hà Tây
DID	CTCP DIC - Đồng Tiến
DL1	CTCP ĐT Phát triển Dịch vụ Công trình Công cộng Đức Long Gia Lai
DLG	CTCP Tập đoàn Đức Long Gia Lai
DMC	CTCP Xuất nhập khẩu Y tế Domesco
DNC	CTCP Điện nước Lắp máy Hải Phòng
DNM	Tổng CTCP Y tế Danameco
DNP	CTCP Nhựa Đồng Nai
DNY	CTCP Thép DANA - Ý
DP3	CTCP Dược phẩm Trung ương 3

DPC	CTCP Nhựa Đà Nẵng
DPG	CTCP Đạt Phương
DPM	Tổng DN Phân bón và Hóa chất Dầu khí - CTCP
DPR	CTCP Cao su Đồng Phú
DPS	CTCP ĐT Phát triển Sóc Sơn
DQC	CTCP Bóng đèn Điện Quang
DRC	CTCP Cao Su Đà Nẵng
DRL	CTCP Thủy điện - Điện lực 3
DSN	CTCP Công viên nước Đầm Sen
DST	CTCP ĐT Sao Thăng Long
DTL	CTCP Đại Thiên Lộc
DTT	CTCP Kỹ nghệ Đô Thành
DVP	CTCP ĐT và Phát triển Cảng Đình Vũ
DXP	CTCP Cảng Đoạn Xá
DXV	CTCP VICEM Vật liệu Xây dựng Đà Nẵng
DZM	CTCP Chế tạo máy Dzĩ An
EBS	CTCP Sách Giáo dục tại Thành phố Hà Nội
ECI	CTCP Bản đồ và Tranh ảnh giáo dục
EID	CTCP ĐT và Phát triển giáo dục Hà Nội
ELC	CTCP ĐT Phát triển Công nghệ Điện tử - Viễn Thông
EMC	CTCP Cơ điện Thủ Đức
EVE	CTCP Everpia
FCM	CTCP Khoáng sản FECON
FCN	CTCP FECON
FDT	CTCP Fiditour
FID	CTCP ĐT và Phát triển DN Việt Nam
FMC	CTCP Thực phẩm Sao Ta
FPT	CTCP FPT
FTM	CTCP ĐT và Phát triển Đức Quân
GAS	Tổng DN khí Việt Nam - CTCP
GDT	CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành
GEX	Tổng CTCP Thiết bị điện Việt Nam
GIL	CTCP Sản xuất kinh doanh Xuất nhập khẩu Bình Thạnh
GLT	CTCP Kỹ thuật Điện Toàn Cầu
GMC	CTCP Garmex Sài Gòn
GMD	CTCP Gemadept
GMX	CTCP Gạch ngói Gốm Xây dựng Mỹ Xuân
GSP	CTCP Vận tải Sản phẩm khí Quốc tế
GTA	CTCP Chế biến Gỗ Thuận An
GTN	CTCP GTNFOODS
HAD	CTCP Bia Hà Nội - Hải Dương

HAH	CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An
HAI	CTCP Nông dược HAI
HAP	CTCP Tập Đoàn HAPACO
HAS	CTCP Hacisco
HAT	CTCP Thương mại Bia Hà Nội
HAX	CTCP Dịch Vụ Ô Tô Hàng Xanh
HBE	CTCP Sách - Thiết bị trường học Hà Tĩnh
HCC	CTCP Bê tông Hòa Cầm - INTIMEX
HCD	CTCP ĐT Sản xuất và Thương mại HCD
HCT	CTCP Thương mại Dịch vụ Vận tải Xi măng Hải Phòng
HDA	CTCP Hãng Sơn Đông Á
HEV	CTCP Sách Đại học - Dạy nghề
HGM	CTCP Cơ khí và Khoáng sản Hà Giang
HHG	CTCP Hoàng Hà
HHS	CTCP ĐT dịch vụ Hoàng Huy
HID	CTCP Halcom Việt Nam
HJS	CTCP Thủy điện Nậm Mu
HKB	CTCP Nông nghiệp và Thực phẩm Hà Nội - Kinh Bắc
HKT	CTCP ĐT EGO Việt Nam
HLC	CTCP Than Hà Lâm - Vinacomin
HLĐ	CTCP ĐT và Phát triển Bất động sản HUDLAND
HLG	CTCP Tập đoàn Hoàng Long
HLV	CTCP Viglacera Hạ Long I
HMC	CTCP Kim khí Thành phố Hồ Chí Minh - VNSTEEL
HMH	CTCP Hải Minh
HNG	CTCP Nông nghiệp Quốc tế Hoàng Anh Gia Lai
HNH	CTCP Sữa Hà Nội
HOM	CTCP Xi măng VICEM Hoàng Mai
HOT	CTCP Du lịch - Dịch vụ Hội An
HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát
HPH	CTCP Xây dựng Thương mại và Khoáng sản Hoàng Phúc
HRC	CTCP Cao su Hòa Bình
HSG	CTCP Tập đoàn Hoa Sen
HST	CTCP Phát hành Sách và Thiết bị Trường học Hưng Yên
HT1	CTCP Xi Măng Hà Tiên 1
HTC	CTCP Thương mại Hóc Môn
HTI	CTCP ĐT Phát triển Hạ tầng IDICO
HTL	CTCP Kỹ thuật và Ô tô Trường Long
HTP	CTCP HTINVEST
HTV	CTCP Vận tải Hà Tiên
HU1	CTCP ĐT và Xây dựng HUD1

HU3	CTCP ĐT và Xây dựng HUD3
HUT	CTCP Tasco
HVA	CTCP ĐT HVA
HVG	CTCP Hùng Vương
HVT	CTCP Hóa chất Việt Trì
ICF	CTCP ĐT Thương mại Thủy Sản
ICG	CTCP Xây dựng Sông Hồng
IJC	CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật
IMP	CTCP Dược phẩm Imexpharm
INC	CTCP Tư vấn ĐT IDICO
INN	CTCP Bao bì và In Nông nghiệp
ITD	CTCP Công nghệ Tiên Phong
ITQ	CTCP Tập đoàn Thiên Quang
JVC	CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật
KDC	CTCP Tập đoàn KIDO
KDM	CTCP ĐT HP Việt Nam
KHB	CTCP Khoáng sản Hoà Bình
KHP	CTCP Điện Lực Khánh Hòa
KKC	CTCP Kim khí KKC
KLF	CTCP ĐT Thương mại và Xuất nhập khẩu CFS
KMR	CTCP Mirae
KMT	CTCP Kim khí Miền Trung
KPF	CTCP ĐT Tài chính Hoàng Minh
KSB	CTCP Khoáng sản và Xây dựng Bình Dương
KSD	CTCP ĐT của DNA
KSH	CTCP Damac GLS
KSK	CTCP Khoáng sản Luyện kim màu
KSQ	CTCP CNC Capital Việt Nam
KST	CTCP KASATI
KTS	CTCP Đường Kon Tum
KTT	CTCP ĐT thiết bị và Xây lắp Điện Thiên Trường
KVC	CTCP Sản xuất Xuất nhập khẩu Inox Kim Vĩ
L10	CTCP Lilama 10
L14	CTCP Licogi 14
L18	CTCP ĐT và Xây dựng số 18
L35	CTCP Cơ khí Lắp máy Lilama
L43	CTCP Lilama 45.3
L61	CTCP Lilama 69-1
L62	CTCP Lilama 69-2
LAF	CTCP Chế biến Hàng xuất khẩu Long An
LAS	CTCP Supe Phốt phát và Hóa chất Lâm Thao

LBE	CTCP Sách và Thiết bị Trường học Long An
LBM	CTCP Khoáng sản và Vật liệu Xây dựng Lâm Đồng
LCD	CTCP Lắp máy - Thí nghiệm Cơ Điện
LCG	CTCP Licogi 16
LCM	CTCP Khai thác và Chế biến Khoáng sản Lào Cai
LCS	CTCP Licogi 166
LDP	CTCP Dược Lâm Đồng - LADOPHAR
LGC	CTCP ĐT Cầu đường CII
LHC	CTCP ĐT và Xây dựng Thủy lợi Lâm Đồng
LIG	CTCP Licogi 13
LIX	CTCP Bột giặt Lix
LM7	CTCP Lilama 7
LM8	CTCP Lilama 18
LO5	CTCP Lilama 5
LSS	CTCP Mía đường Lam Sơn
LTC	CTCP Điện nhẹ Viễn thông
LUT	CTCP ĐT Xây dựng Lương Tài
MAC	CTCP Cung ứng và Dịch vụ Kỹ thuật Hàng Hải
MAS	CTCP Dịch vụ Hàng không sân bay Đà Nẵng
MBG	CTCP Tập đoàn MBG
MCC	CTCP Gạch ngói Cao cấp
MCF	CTCP Xây lắp - Cơ khí và Lương thực Thực phẩm
MCG	CTCP Cơ điện và Xây dựng Việt Nam
MCO	CTCP ĐT và Xây dựng BDC Việt Nam
MCP	CTCP In và Bao bì Mỹ Châu
MDC	CTCP Than Mông Dương - Vinacomin
MDG	CTCP Miền Đông
MEC	CTCP Cơ khí - Lắp máy Sông Đà
MHC	CTCP MHC
MHL	CTCP Minh Hữu Liên
MIM	CTCP Khoáng sản và Cơ khí
MKV	CTCP Dược thú y Cai Lậy
MPT	CTCP Tập đoàn Trường Tiền
MSC	CTCP Dịch vụ Phú Nhuận
MSN	CTCP Tập đoàn MaSan
MST	CTCP ĐT MST
MWG	CTCP ĐT Thế giới Di động
NAF	CTCP Nafoods Group
NAG	CTCP Tập đoàn Nagakawa
NAP	CTCP Cảng Nghệ Tĩnh
NAV	CTCP Nam Việt - NAV

NBC	CTCP Than núi Béo - Vinacomin
NBP	CTCP Nhiệt điện Ninh Bình
NBW	CTCP Cấp nước Nhà Bè
NCT	CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài
NDF	CTCP Chế biến thực phẩm nông sản xuất khẩu Nam Định
NDX	CTCP Xây lắp Phát triển Nhà Đà Nẵng
NET	CTCP Bột Giặt Net
NFC	CTCP Phân lân Ninh Bình
NGC	CTCP Chế biến Thủy sản Xuất khẩu Ngô Quyền
NHA	Tổng DN ĐT Phát triển Nhà và Đô thị Nam Hà Nội
NHC	CTCP Gạch ngói Nhị Hiệp
NHP	CTCP Sản xuất Xuất nhập khẩu NHP
NKG	CTCP Thép Nam Kim
NNC	CTCP Đá Núi Nhỏ
NSC	CTCP Giồng cây trồng Trung Ương
NST	CTCP Ngân Sơn
NT2	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2
NTP	CTCP Nhựa Thiều Niên Tiên Phong
ONE	CTCP Truyền thông số 1
OPC	CTCP Dược phẩm OPC
PAC	CTCP Pin Ấc quy miền Nam
PAN	CTCP Tập đoàn PAN
PBP	CTCP Bao bì dầu khí Việt Nam
PC1	CTCP Xây lắp điện 1
PCE	CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí Miền Trung
PCT	CTCP Vận tải khí và Hóa chất Việt Nam
PDB	CTCP Pacific Dinco
PDC	CTCP Du lịch Dầu khí Phương Đông
PDN	CTCP Cảng Đồng Nai
PEN	CTCP Xây lắp III Petrolimex
PET	Tổng CTCP Dịch vụ Tổng hợp Dầu khí
PGC	Tổng DN Gas Petrolimex - CTCP
PGD	CTCP Phân phối khí Thấp áp Dầu khí Việt Nam
PGS	CTCP Kinh doanh Khí Miền Nam
PGT	CTCP PGT Holdings
PHC	CTCP Xây dựng Phục Hưng Holdings
PHP	CTCP Cảng Hải Phòng
PHR	CTCP Cao su Phước Hòa
PIC	CTCP ĐT Điện lực 3
PIT	CTCP Xuất nhập khẩu Petrolimex
PJC	CTCP Thương mại và Vận tải Petrolimex Hà Nội

PJT	CTCP Vận tải Xăng dầu Đường Thủy Petrolimex
PLC	Tổng DN Hóa dầu Petrolimex - CTCP
PLX	Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam
PMB	CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí Miền Bắc
PMC	CTCP Dược phẩm dược liệu Pharmedic
PMP	CTCP Bao bì đệm Phú Mỹ
PMS	CTCP Cơ khí Xăng dầu
PNC	CTCP Văn hóa Phương Nam
PNJ	CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận
POM	CTCP Thép POMINA
POT	CTCP Thiết bị Bưu điện
PPC	CTCP Nhiệt điện Phả Lại
PPE	CTCP Tư vấn Điện lực Dầu khí Việt Nam
PPP	CTCP Dược phẩm Phong Phú
PPS	CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Điện lực Dầu khí Việt Nam
PRC	CTCP Logistics Portserco
PSC	CTCP Vận tải và Dịch vụ Petrolimex Sài Gòn
PSD	CTCP Dịch vụ Phân phối Tổng hợp Dầu khí
PSE	CTCP Phân bón và Hóa chất dầu khí Đông Nam Bộ
PSW	CTCP Phân bón và Hóa chất dầu khí Tây Nam Bộ
PTB	CTCP Phú Tài
PTC	CTCP ĐT và Xây dựng Bưu điện
PTD	CTCP Thiết kế Xây dựng Thương mại Phúc Thịnh
PTL	CTCP ĐT Hạ tầng và Đô thị Dầu khí
PTS	CTCP Vận tải và Dịch vụ Petrolimex Hải Phòng
PVE	Tổng DN Tư vấn Thiết kế Dầu khí - CTCP
PVG	CTCP Kinh doanh Khí Miền Bắc
PVT	Tổng CTCP Vận tải Dầu khí
PVV	CTCP Vinaconex 39
PVX	Tổng CTCP Xây lắp Dầu khí Việt Nam
PXI	CTCP Xây dựng công nghiệp và Dân dụng dầu khí
PXS	CTCP Kết cấu kim loại và Lắp máy Dầu khí
PXT	CTCP Xây lắp Đường ống Bể chứa Dầu khí
QBS	CTCP Xuất nhập khẩu Quảng Bình
QHD	CTCP Que hàn điện Việt Đức
QNC	CTCP Xi măng và Xây dựng Quảng Ninh
QST	CTCP Sách và Thiết bị trường học Quảng Ninh
QTC	CTCP Công trình Giao thông Vận tải Quảng Nam
RAL	CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông
RDP	CTCP Rạng Đông Holding
REE	CTCP Cơ điện lạnh

RIC	CTCP Quốc tế Hoàng Gia
ROS	CTCP Xây dựng FLC FAROS
S4A	CTCP Thủy điện Sê San 4A
S55	CTCP Sông Đà 505
S74	CTCP Sông Đà 7.04
S99	CTCP SCI
SAB	Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn
SAF	CTCP Lương thực Thực phẩm Safoco
SAM	CTCP Sam Holdings
SAV	CTCP Hợp tác kinh tế và Xuất nhập khẩu Savimex
SBA	CTCP Sông Ba
SBT	CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa
SBV	CTCP Siam Brothers Việt Nam
SC5	CTCP Xây dựng số 5 - SC5
SCD	CTCP Nước giải khát Chương Dương
SCI	CTCP SCI E&C
SCJ	CTCP Xi măng Sài Sơn
SCL	CTCP Sông Đà Cao Cường
SD2	CTCP Sông Đà 2
SD4	CTCP Sông Đà 4
SD5	CTCP Sông Đà 5
SD6	CTCP Sông Đà 6
SD9	CTCP Sông Đà 9
SDA	CTCP SIMCO Sông Đà
SDC	CTCP Tư vấn sông Đà
SDD	CTCP ĐT và Xây lắp Sông Đà
SDE	CTCP Kỹ thuật Điện Sông Đà
SDG	CTCP Sadico Cần Thơ
SDN	CTCP Sơn Đồng Nai
SDP	CTCP SDP
SDT	CTCP Sông Đà 10
SEB	CTCP ĐT và Phát triển Điện Miền Trung
SED	CTCP ĐT và Phát triển Giáo dục Phương Nam
SFC	CTCP Nhiên liệu Sài Gòn
SFG	CTCP Phân bón Miền Nam
SFI	CTCP Đại lý Vận tải SAFI
SFN	CTCP Dệt lưới Sài Gòn
SGC	CTCP Xuất nhập khẩu Sa Giang
SGD	CTCP Sách Giáo dục tại Thành phố Hồ Chí Minh
SGH	CTCP Khách Sạn Sài Gòn
SGN	CTCP Phục vụ mặt đất Sài Gòn

SGO	CTCP Dầu thực vật Sài Gòn
SGT	CTCP Công nghệ Viễn thông Sài Gòn
SHA	CTCP Sơn Hà Sài Gòn
SHI	CTCP Quốc tế Sơn Hà
SHN	CTCP ĐT Tổng hợp Hà Nội
SHP	CTCP Thủy Điện Miền Nam
SIC	CTCP ANI
SJ1	CTCP Nông nghiệp Hùng Hậu
SJC	CTCP Sông Đà 1.01
SJD	CTCP Thủy Điện Cần Đơn
SJE	CTCP Sông Đà 11
SKG	CTCP Tàu cao tốc Superdong - Kiên Giang
SLS	CTCP Mía đường Sơn La
SMA	CTCP Thiết bị Phụ Tùng Sài Gòn
SMB	CTCP Bia Sài Gòn - Miền Trung
SMC	CTCP ĐT Thương mại SMC
SMN	CTCP Sách và Thiết bị Giáo dục Miền Nam
SMT	CTCP Sametel
SPI	CTCP SPI
SPM	CTCP S.P.M
SPP	CTCP Bao bì Nhựa Sài Gòn
SRA	CTCP Sara Việt Nam
SRC	CTCP Cao su Sao vàng
SRF	CTCP Kỹ nghệ Lạnh
SSC	CTCP Giống cây trồng Miền Nam
SSM	CTCP Chế tạo kết cấu thép VNECO.SSM
ST8	CTCP Siêu Thanh
STC	CTCP Sách và Thiết bị trường học Thành phố Hồ Chí Minh
STG	CTCP Kho vận Miền Nam
STK	CTCP Sợi Thép Kỹ
SVI	CTCP Bao bì Biên Hòa
SVN	CTCP Tập đoàn Vexilla Việt Nam
TA9	CTCP Xây lắp Thành An 96
TAC	CTCP Dầu thực vật Tường An
TBC	CTCP Thủy điện Thác Bà
TBX	CTCP Xi măng Thái Bình
TC6	CTCP Than Cọc Sáu - Vinacomin
TCD	CTCP ĐT Phát triển Công nghiệp và Vận tải
TCL	CTCP Đại lý giao nhận vận tải xếp dỡ Tân Cảng
TCM	CTCP Dệt may - ĐT - Thương mại Thành Công
TCO	CTCP Vận tải đa phương thức Duyên Hải

TCR	CTCP Công nghiệp Gốm Sứ Taicera
TCS	CTCP Than Cao Sơn - Vinacomin
TCT	CTCP Cấp Treo Núi Bà Tây Ninh
TDC	CTCP Kinh doanh và Phát triển Bình Dương
TDM	CTCP Nước Thủ Dầu Một
TDN	CTCP Than Đèo Nai - Vinacomin
TDW	CTCP Cấp nước Thủ Đức
TEG	CTCP Bất động sản và Xây dựng Trường Thành
TET	CTCP Vải sợi May mặc Miền Bắc
TFC	CTCP Trang
THB	CTCP Bia Hà Nội - Thanh Hóa
THG	CTCP ĐT và Xây dựng Tiền Giang
THS	CTCP Thanh Hoa - Sông Đà
THT	CTCP Than Hà Tu - Vinacomin
TIE	CTCP TIE
TJC	CTCP Dịch vụ Vận tải và Thương mại
TKC	CTCP Xây dựng và Kinh doanh Địa ốc Tân Kỳ
TKU	CTCP Công nghiệp Tung Kuang
TLG	CTCP Tập đoàn Thiên Long
TLH	CTCP Tập đoàn Thép Tiến Lên
TMC	CTCP Thương Mại Xuất Nhập Khẩu Thủ Đức
TMP	CTCP Thủy điện Thác Mơ
TMS	CTCP Transimex
TMT	CTCP Ô tô TMT
TMX	CTCP VICEM Thương mại Xi măng
TNA	CTCP Thương Mại Xuất Nhập Khẩu Thiên Nam
TNC	CTCP Cao su Thống Nhất
TNG	CTCP ĐT và Thương mại TNG
TPC	CTCP Nhựa Tân Đại Hưng
TPH	CTCP In Sách Giáo Khoa tại Thành phố Hà Nội
TPP	CTCP Nhựa Tân Phú
TRA	CTCP Traphaco
TRC	CTCP Cao su Tây Ninh
TS4	CTCP Thủy sản số 4
TSB	CTCP Ấc quy Tia Sáng
TSC	CTCP Vật tư Kỹ thuật Nông nghiệp Cần Thơ
TST	CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Viễn thông
TTB	CTCP Tập đoàn Tiến Bộ
TTC	CTCP Gạch men Thanh Thanh
TTF	CTCP Tập đoàn Kỹ nghệ Gỗ Trường Thành
TTH	CTCP Thương mại và Dịch vụ Tiên Thành

TTT	CTCP Du lịch - Thương mại Tây Ninh
TTZ	CTCP ĐT Xây dựng và Công nghệ Tiên Trung
TV2	CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2
TV3	CTCP Tư Vấn Xây Dựng Điện 3
TV4	CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 4
TVD	CTCP Than Vàng Danh - Vinacomin
TXM	CTCP VICEM Thạch cao Xi măng
TYA	CTCP Dây và Cáp điện Taya Việt Nam
UDC	CTCP Xây dựng và Phát triển đô thị tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
UIC	CTCP ĐT phát triển Nhà và Đô thị IDICO
V12	CTCP Xây dựng số 12
V21	CTCP VINACONEX 21
VAF	CTCP Phân lân nung chảy Văn Điển
VAT	CTCP VT Vạn Xuân
VBC	CTCP Nhựa - Bao bì Vinh
VC1	CTCP Xây dựng số 1
VC2	CTCP Xây dựng Số 2
VC3	CTCP Xây dựng số 3
VC6	CTCP Xây dựng và ĐT Visicons
VC7	CTCP Xây dựng Số 7
VC9	CTCP Xây dựng số 9
VCC	CTCP Vinaconex 25
VCF	CTCP Vinacafé Biên Hòa
VCG	Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam
VCM	CTCP Nhân lực và Thương mại Vinaconex
VCS	CTCP Vicostone
VDL	CTCP Thực phẩm Lâm Đồng
VE1	CTCP Xây dựng điện VNECO 1
VE2	CTCP Xây dựng điện VNECO 2
VE3	CTCP Xây dựng điện VNECO 3
VE4	CTCP Xây dựng điện VNECO 4
VE8	CTCP Xây dựng điện VNECO 8
VE9	CTCP ĐT và Xây dựng VNECO 9
VFG	CTCP Khử trùng Việt Nam
VGC	Tổng DN Viglacera - CTCP
VGP	CTCP Căng Rau Quả
VGS	CTCP Ống thép Việt Đức VG PIPE
VHC	CTCP Vĩnh Hoàn
VHG	CTCP ĐT Cao su Quảng Nam
VHL	CTCP Viglacera Hạ Long
VID	CTCP ĐT Phát triển thương mại Viễn Đông

VIE	CTCP Công nghệ Viễn thông VITECO
VIP	CTCP Vận tải Xăng dầu VIPCO
VIS	CTCP Thép Việt - Ý
VIT	CTCP Viglacera Tiên Sơn
VJC	CTCP Hàng không VIETJET
VKC	CTCP Cáp - nhựa Vĩnh Khánh
VLA	CTCP ĐT và Phát triển Công nghệ Văn Lang
VMC	CTCP VIMECO
VMD	CTCP Y Dược phẩm Vimedimex
VMI	CTCP Khoáng sản và ĐT VISACO
VMS	CTCP Phát triển Hàng Hải
VNC	CTCP Tập đoàn Vinacontrol
VNE	Tổng CTCP Xây dựng điện Việt Nam
VNF	CTCP VINAFREIGHT
VNG	CTCP Du lịch Thành Thành Công
VNL	CTCP Logistics VINALINK
VNM	CTCP Sữa Việt Nam
VNS	CTCP Ánh Dương Việt Nam
VNT	CTCP Giao nhận Vận tải Ngoại Thương
VOS	CTCP Vận tải Biển Việt Nam
VPD	CTCP Phát triển Điện lực Việt Nam
VPK	CTCP Bao bì Dầu thực vật
VPS	CTCP Thuốc sát trùng Việt Nam
VSC	CTCP Container Việt Nam
AAV	CTCP Việt Tiên Sơn Địa ốc
API	CTCP ĐT Châu Á - Thái Bình Dương
ASM	CTCP Tập Đoàn Sao Mai
AST	CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco
BAX	CTCP Thống Nhất
BII	CTCP ĐT và Phát triển Công nghiệp Bảo Thụ
BWE	CTCP Nước - Môi trường Bình Dương
CAG	CTCP Cảng An Giang
CCL	CTCP ĐT và Phát triển Đô thị Dầu khí Cửu Long
CEO	CTCP Tập đoàn C.E.O
CET	CTCP Tech-Vina
CIA	CTCP Dịch vụ Sân bay Quốc tế Cam Ranh
CIG	CTCP COMA 18
CII	CTCP ĐT Hạ tầng Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh
CLG	CTCP ĐT và Phát triển Nhà đất COTEC
CRC	CTCP Create Capital Việt Nam
CRE	CTCP Bất động sản Thế Kỷ

CSC	CTCP Tập đoàn Cotana
D11	CTCP Địa ốc 11
D2D	CTCP Phát triển Đô thị Công nghiệp Số 2
DDG	CTCP ĐT Công nghiệp Xuất nhập khẩu Đông Dương
DHC	CTCP Đông Hải Bến Tre
DIC	CTCP ĐT và Thương mại DIC
DIG	Tổng CTCP ĐT Phát triển Xây dựng
DIH	CTCP ĐT Phát triển Xây dựng - Hội An
DRH	CTCP DRH Holdings
DS3	CTCP Quản lý Đường sông số 3
DTA	CTCP Đệ Tam
DTD	CTCP ĐT Phát triển Thành Đạt
DXG	CTCP Tập đoàn Đất Xanh
EVG	CTCP ĐT Everland
FDC	CTCP Ngoại thương và Phát triển ĐT Thành phố Hồ Chí Minh
FIR	CTCP Địa ốc First Real
FIT	CTCP Tập đoàn F.I.T
FLC	CTCP Tập đoàn FLC
FRT	CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT
GDW	CTCP Cấp nước Gia Định
GKM	CTCP Gạch Khang Minh
HAG	CTCP Hoàng Anh Gia Lai
HAR	CTCP ĐT Thương mại Bất động sản An Dương Thảo Điền
HBC	CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình
HDC	CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa - Vũng Tàu
HDG	CTCP Tập đoàn Hà Đô
HHC	CTCP Bánh kẹo Hải Hà
HHP	CTCP Giấy Hoàng Hà Hải Phòng
HII	CTCP An Tiến Industries
HPX	CTCP ĐT Hải Phát
HQC	CTCP Tư vấn - Thương mại - Dịch vụ Địa ốc Hoàng Quân
HSL	CTCP Chế biến Nông sản Hồng Hà Sơn La
HTN	CTCP Hưng Thịnh Incons
HTT	CTCP Thương mại Hà Tây
HUB	CTCP Xây lắp Thừa Thiên Huế
HVH	CTCP ĐT và Công nghệ HVC
HVN	Tổng DN Hàng không Việt Nam - CTCP
HVX	CTCP Xi măng VICEM Hải Vân
IBC	CTCP ĐT Apax Holdings
IDI	CTCP ĐT và Phát triển Đa quốc gia I.D.I

IDJ	CTCP ĐT IDJ Việt Nam
IDV	CTCP Phát triển Hạ tầng Vĩnh Phúc
ILB	CTCP ICD Tân Cảng - Long Bình
ITA	CTCP ĐT và Công nghiệp Tân Tạo
ITC	CTCP ĐT - Kinh doanh Nhà
KAC	CTCP ĐT Địa ốc Khang An
KBC	Tổng DN Phát triển Đô Thị Kinh Bắc - CTCP
KDH	CTCP ĐT và Kinh doanh Nhà Khang Điền
KHS	CTCP Kiên Hùng
LDG	CTCP ĐT LDG
LEC	CTCP Bất động sản điện lực Miền Trung
LGL	CTCP ĐT và Phát triển Đô thị Long Giang
LHG	CTCP Long Hậu
LMH	CTCP Landmark Holding
MEL	CTCP Thép Mê Lin
MSH	CTCP May Sông Hồng
NBB	CTCP ĐT Năm Bảy Bảy
NDN	CTCP ĐT Phát triển Nhà Đà Nẵng
NLG	CTCP ĐT Nam Long
NRC	CTCP Bất động sản NETLAND
NSH	CTCP Nhôm Sông Hồng
NTL	CTCP Phát triển đô thị Từ Liêm
NVL	CTCP Tập đoàn ĐT Địa ốc No Va
NVT	CTCP Bất động sản Du lịch Ninh Vân Bay
OCH	CTCP Khách sạn và Dịch vụ Đại Dương
OGC	CTCP Tập đoàn Đại Dương
PCG	CTCP ĐT Phát triển Gas Đô thị
PDR	CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt
PGN	CTCP Phụ Gia Nhựa
PHN	CTCP Pin Hà Nội
PLP	CTCP Sản xuất và Công nghệ Nhựa Pha Lê
PME	CTCP Pymepharco
PMG	CTCP ĐT và Sản xuất Petro Miền Trung
POW	Tổng DN Điện lực Dầu khí Việt Nam - CTCP
PPY	CTCP Xăng dầu Dầu khí Phú Yên
PV2	CTCP ĐT PV2
PVB	CTCP Bọc ống dầu khí Việt Nam
PVC	Tổng DN Dung dịch khoan và Hóa phẩm Dầu khí - CTCP
PVD	Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí
PVL	CTCP ĐT Nhà đất Việt
PVS	Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam

QCG	CTCP Quốc Cường - Gia Lai
RCL	CTCP Địa ốc Chợ Lớn
SCR	CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín
SCS	CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn
SDU	CTCP ĐT Xây dựng và Phát triển Đô thị Sông Đà
SGR	CTCP Địa ốc Sài Gòn
SHE	CTCP Phát triển năng lượng Sơn Hà
SII	CTCP Hạ tầng nước Sài Gòn
SJF	CTCP ĐT Sao Thái Dương
SJS	CTCP ĐT Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà
STP	CTCP Công nghiệp Thương mại Sông Đà
SVC	CTCP Dịch vụ Tổng hợp Sài Gòn
SVT	CTCP Công nghệ Sài Gòn Viễn Đông
SZC	CTCP Sonadezi Châu Đức
SZL	CTCP Sonadezi Long Thành
TCH	CTCP ĐT Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy
TDG	CTCP Dầu khí Thái Dương
TDH	CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức
TDT	CTCP ĐT và Phát triển TDT
TGG	CTCP Xây dựng và ĐT Trường Giang
THI	CTCP Thiết bị điện
TIG	CTCP Tập đoàn ĐT Thăng Long
TIP	CTCP Phát triển Khu công nghiệp Tín Nghĩa
TIX	CTCP Sản xuất Kinh doanh Xuất nhập khẩu Dịch vụ và ĐT Tân Bình
TLD	CTCP ĐT Xây dựng và Phát triển Đô thị Thăng Long
TMB	CTCP Kinh doanh Than Miền Bắc - Vinacomin
TN1	CTCP Thương mại Dịch vụ TNS Holdings
TNI	CTCP Tập đoàn Thành Nam
TNT	CTCP Tài Nguyên
TTE	CTCP ĐT Năng lượng Trường Thịnh
TTL	Tổng DN Thăng Long - CTCP
TVC	CTCP Tập đoàn Quản lý tài sản Trí Việt
TVT	Tổng DN Việt Thăng - CTCP
UNI	CTCP Viễn Liên
VCR	CTCP ĐT và Phát triển Du lịch Vinaconex
VDP	CTCP Dược phẩm Trung ương VIDIPHA
VHE	CTCP Dược liệu và Thực phẩm Việt Nam
VHM	CTCP Vinhomes
VIC	Tập đoàn Vingroup - CTCP
VPG	CTCP ĐT Thương mại Xuất nhập khẩu Việt Phát

VPH	CTCP Vạn Phát Hưng
VPI	CTCP ĐT Văn Phú - Invest
VRC	CTCP Bất động sản và ĐT VRC
VRE	CTCP Vincom Retail
VRG	CTCP Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Cao su Việt Nam
VSA	CTCP Đại lý Hàng hải Việt Nam
VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh
VSI	CTCP ĐT và Xây dựng Cấp thoát nước
VSM	CTCP Container miền Trung
VTB	CTCP Viettronics Tân Bình
VTC	CTCP Viễn thông VTC
VTH	CTCP Dây cáp điện Việt Thái
VTJ	CTCP Thương mại và ĐT Vi na ta ba
VTL	CTCP Vàng Thăng Long
VTO	CTCP Vận tải Xăng dầu Vitaco
VTs	CTCP Viglacera Từ Sơn
VTV	CTCP VICEM Vật tư Vận tải Xi măng
VXB	CTCP Vật liệu Xây dựng Bến Tre
WCS	CTCP Bến xe Miền Tây
X20	CTCP X20
YBM	CTCP Khoáng sản công nghiệp Yên Bái
YEG	CTCP Tập đoàn Yeah1

Phụ lục 11: Danh mục các quỹ ĐT mạo hiểm tham gia TTV ĐT mạo hiểm tại Việt Nam

STT	Tên quỹ ĐT mạo hiểm
1	Vietnam Angel Network
2	VIC Impact
3	Vinasa Angels Network
4	Mekong Angel Investors Network led by Lotus
5	Angel 4 Us
6	iAngel by Capelda Vietnam
7	Hanoi Young Business Association
8	500 Startuos Vietnam
9	IMJ Investment Partners
10	Cyber Agent Ventures
11	IDG Ventures Vietnam
12	ONECAPITALWAY
13	FPT Ventures
14	Alpha Vision
15	Captii
16	The Global Impact Investing Network (GIIN)
17	Intel Capital
18	Ha Chi Minh City Startup and Innovation Fund
19	Unitus Impact
20	IDT
21	Prosperous Vietnam Investment Corporation (PVNI)
22	Kusto Group
23	Seed for Action
24	Peacesoft
25	Softbank
26	Goldman Sachs
27	Seedcom.VN
28	Monk's Hill Vertures
29	Cassia Investment
30	Inspire Ventures
31	Mekong Capital
32	Lotus Impact
33	Transcosmos Investments & Business Development
34	Life Sreda
35	Asia Innovation
36	Vreative Idea (Creativeidea.vn/ Creativeidea.com.vn
37	Fundstrat.vn
38	Golden Gate Vuntures

39	DFJ VinaCapital
----	-----------------

Phụ lục 12: Bảng số liệu về sự phát triển của thị trường vốn Việt Nam

	Quy mô thị trường cổ phiếu (tỷ đô la Mỹ)	Quy mô thị trường cổ phiếu so với GDP (%)	Quy mô thị trường trái phiếu chính phủ (tỷ đô la Mỹ)	Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp (tỷ đô la Mỹ)	Quy mô thị trường trái phiếu chính phủ so với GDP (%)	Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp so với GDP (%)
2008	12.37	12,47	8.15	1.61	11,41	2,25
2009	33.31	31,42	10.46	1.86	12,38	2,2
2010	36.85	31,79	9.36	2.81	10,43	3,13
2011	25.96	19,15	12.33	3.93	11,14	3,55
2012	36.71	23,56	22.78	3.04	14,63	1,95
2013	45.13	26,36	27.78	4.5	16,35	2,65
2014	52.43	28,16	34.5	4.6	18,74	2,5
2015	58.73	30,39	38.66	6.34	20,73	3,4
2016	73.22	35,67	62.59	10.43	31,64	5,27
2017	125.31	56,00	69.25	13.66	31,4	6,19
2018	132.65	54,10	73.04	20.5	30,54	8,57
2019	149.82	57,20	76.33	28.27	29,3	10,85
2020	186.01	68,60	83.73	46.54	30,73	17,08