

**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

**TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**Hà Nội - Năm 2021**

Công trình được hoàn thành tại:

**Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế Trung ương**

Người hướng dẫn khoa học:

1: PGS. TS. Trần Công Sách

2: TS. Đặng Quang Vinh

Phản biện 1: PGS.TS Nguyễn Thị Hoài Lê

.....

Phản biện 2: PGS.TS Lê Thị Lan Hương

.....

Phản biện 3: PGS.TS Lê Trung Thành

.....

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án cấp Viện họp tại Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế Trung ương vào hồi .... giờ .... ngày .... tháng .... năm 2022

**Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện:**

Thư viện Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế Trung ương

Thư viện Quốc Gia, Hà Nội

## 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 ĐT mở rộng sản xuất kinh doanh (SXKD) của doanh nghiệp phi tài chính (DNPTC) là một yếu tố quan trọng thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội.

Tuy đã có bước tăng trưởng nhanh trong giai đoạn vừa qua nhưng quy mô TTV Việt Nam đến nay còn nhỏ, phát triển chưa ổn định, thể chế TTV chưa hoàn thiện, chưa có sự phát triển cân bằng giữa thị trường chứng khoán (TTCK) với thị trường tín dụng trung và 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... Đến nay chưa có các nghiên cứu đánh giá định tính và định lượng tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trong bối cảnh hạn chế tài chính (HCTC). 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 giảm thiểu các HCTC, kích thích ĐT của các DNPTC đã niêm yết, việc thực hiện nghiên cứu đề tài Luận án: ***“Tác động của thị trường vốn đến quyết định đầu tư của DN 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 Luận án:* 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.

*Ý nghĩa thực tiễn của nghiên cứu đề tài Luận án:* Cung cấp các luận cứ khoa học cho các nhà hoạch định chiến lược, chính sách phát triển TTV Việt Nam.

### **3. Kết cấu của Luận án**

Nội dung 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 TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán trong bối cảnh HCTC; Chương 3: Thực trạng tác động của TTV đến quyết định ĐT của các DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam; Chương 4: Định hướng và giải pháp phát triển TTV nhằm giảm thiểu HCTC, kích thích quyết định ĐT của DNPTC 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 TTV đến quyết định ĐT của các DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán**

### ***1.1.1. Tổng quan các công trình nghiên cứu đã công bố ở nước ngoài liên quan đến ĐT của DN và tác động của TTV đến quyết định ĐT của DN trong bối cảnh HCTC***

- Các công trình nghiên cứu lý thuyết liên quan đến ĐT của DN
- Các nghiên cứu về TTV và chi phí vốn
- Các nghiên cứu về tác động của HCTC đến quyết định ĐT của DN; Các kiểm nghiệm HCTC thông qua chỉ số
- Một số nghiên cứu về ảnh hưởng của TTV đến quyết định đầu tư của DN

### ***1.1.2. Các công trình nghiên cứu đã công bố ở trong nước về tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trong bối cảnh HCTC***

- Một số nghiên cứu về tác động của TTV đến năng lực tài chính của DNPTC đã niêm yết
- Một số nghiên cứu về các yếu tố tác động đến quyết định ĐT của DN Việt Nam

### ***1.1.3. Những vấn đề thuộc đề tài Luận án chưa được các công trình đã công bố nghiên cứu giải quyết***

- 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 định hướng phát triển đến năm 2030.
- 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 chi phí vốn (CPV)

- Chưa có công trình 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 trong bối cảnh HCTC từ TTV và từ trong DN.

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

- Luận giải rõ hơn cơ sở lý luận về TTV và mô hình định lượng đánh giá tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết.

- Nghiên cứu đánh giá định tính và định lượng thực trạng phát triển TTV và tác động của TTV Việt Nam đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết thông qua CPV và dòng tiền của DN.

- Luận án sẽ phát hiện, xác định những sai lệch của TTV Việt Nam và dự báo bối cảnh để đưa ra các hàm ý chính sách và các giải pháp nhằm phát triển TTV cân bằng, lành mạnh, hiệu quả và an toàn nhằm giảm thiểu HCTC và kích thích quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết.

## **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 và thực tiễn phát triển TTV Việt Nam, sử dụng mô hình định lượng đánh giá 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 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 của đề tài Luận án: 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. TTV Việt Nam được nghiên cứu theo 3 cấu phần chủ yếu: gồm thị trường tín dụng trung và dài hạn, TTCK (gồm TTCP, TTTP và TTCK 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 năm 2007 (sau khi Việt Nam 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**

Luận án nghiên cứu tác động của thị trường vốn đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết từ góc độ nguồn vốn, lãi suất và CPV; trong đó, TTV được nghiên cứu trong điều kiện hội nhập quốc tế và bối cảnh HCTC. Luận án kết hợp đánh giá định tính với đánh giá định lượng các tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết, trong bối cảnh còn tồn tại HCTC từ cả phía DN và từ TTV. Trong đánh giá định lượng, 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. 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 trong khoảng thời gian 11 năm, tính từ năm 2007, trong đó 152 DN nhà nước (do nhà nước nắm giữa 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.

## **CHƯƠNG 2**

### **CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ MÔ HÌNH ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG CỦA TTV ĐẾN HẠN QUYẾT ĐỊNH ĐT CỦA DNPTC ĐÃ NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN TRONG BỐI CẢNH HCTC**

#### **2.1. TTV và sự tham gia của các DNPTC**

##### **2.1.1. TTV và các công cụ trên TTV**

Trong Luận án này, *TTV 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, căn cứ phạm vi hoạt động và đặc điểm hoạt động của thị trường, chia thành: Thị trường tín dụng trung, dài hạn; TTCK (gồm TTTP, TTCP và TTCK phái sinh); TTV ĐT mạo hiểm.*

TTV có 3 nhóm yếu tố chính, gồm: Chủ thể thị trường (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 (gọi chung là hàng hóa vốn) được giao dịch, trao đổi trên TTV; 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.



Các công cụ trên TTV: Chứng khoán các loại; 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. DNPTC và sự tham gia TTV**

Trong luận án này, *DNPTC 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*. Các DN có thể tiếp cận nguồn vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu, trái phiếu DN (TPDN) trên TTCK hoặc vay tiền trên thị trường tín dụng trung và dài hạn. Hoặc nhận chuyên nhượng vốn ĐT mạo hiểm từ các quỹ ĐT, quỹ tài chính.

## **2.2. ĐT của DN và tác động của HCTC đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết**

### **2.2.1. ĐT và quyết định ĐT của DNPTC**

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 vốn (tiền tệ, hiện vật với số lượng nhất định hoặc tài sản tài chính khác) để sản xuất kinh doanh loại hàng hóa hoặc dịch vụ nào đó. Trong tài chính, hoạt động ĐT được định nghĩa là phân bổ 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.

Quyết định ĐT là hành vi của nhà ĐT, thể hiện quyết sách ĐT của nhà ĐT. 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, 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.*

Khái quát các lý thuyết về ĐT của DNPTC: Thuyết cổ điển và tân cổ điển về ĐT của DN, Mô hình gia tốc ĐT (Accelerator model), Lý thuyết Tobin's Q.

### ***2.2.2. HCTC và các yếu tố gây ra HCTC của DNPTC đã niêm yết***

HCTC có thể là trạng thái của DN, của TTV hoặc của kinh tế vĩ mô. Theo nghĩa chung nhất, HCTC 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 bị kham hiếm giả tạo, làm hạn chế sự tiếp cận các nguồn vốn trên TTV. Đối với DN, HCTC là tình trạng các DN không được tiếp cận hay phải tiếp cận nguồn vốn bên ngoài với chi phí cao; các DN bị HCTC khi không có khả năng để huy động được lượng vốn cần thiết cho tăng trưởng tối ưu của DN.

Các yếu tố chính gây ra HCTC và sự ảnh hưởng đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết: 1) Dòng tiền; 2) Quy mô DN, 3) Tỷ lệ nợ (Debt ratio), 4) Cơ hội tăng trưởng của DN (Tobin's Q), 5) Doanh thu thuần (Sales), 6) ĐT năm trước, 7) Cơ chế, chính sách và sở hữu nhà nước đối với các loại hình DN trong quản lý TTV

## **2.3. Cơ sở lý thuyết về tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trong bối cảnh HCTC**

### ***2.3.1. Các quan điểm lý thuyết về tác động của chi phí vốn đến quyết định ĐT của DN và phương pháp tính***

*Theo thuyết tân cổ điển*, lượng vốn mong muốn của DN là phụ thuộc vào mức sản lượng và chi phí thuê vốn (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). *Theo lý thuyết của Keynes* 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. *Theo lý thuyết Modigliani và Miller*, CPV độc lập với cấu trúc tài chính của DN trong điều kiện thị trường hoàn hảo mặc dù có rủi ro. *Theo lý thuyết thông tin bất đối xứng*, lãi suất (LS) ảnh hưởng đến rủi ro của vay vốn thông qua lựa chọn bất lợi (người cho vay không thể phân biệt những người đi vay theo mức độ rủi ro của dự án) và nguy cơ đạo đức (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*, DN sẽ được lợi hơn do có CPV thấp hơn do sử dụng được lá chắn thuế.

### ***2.3.2. Cơ chế tác động, các kênh tác động của TTV đến quyết định ĐT của các DNPTC đã niêm yết***

Cơ chế tác động của TTV thông qua LS quyết định ĐT của các DNPTC đã niêm yết theo kênh thị trường nợ: 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 thuận lợi tiếp cận nguồn vốn và với chi phí thấp, LS thấp. 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 nhiều tiền cho việc vay nợ và có dòng tiền thấp, qua đó làm giảm nguồn vốn cho các dự án tiềm năng của DN; LS giảm thì dòng tiền sẽ tăng lên giúp cho DN có nhiều phương án ĐT hơn.

Cơ chế tác động của TTV thông qua LS đến quyết định ĐT của các DNPTC đã niêm yết theo kênh TTV chủ sở hữu. Trên thị trường VCSH, LS kỳ vọng của các nhà ĐT vào DN hay đối với DN thì đó là chi phí VCSH. Khi CPV tăng thì ĐT giảm và ngược lại.

## **2.4. 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**

### **2.4.1. Lựa chọn mô hình**

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) Sử dụng các biến chủ yếu: tổng tài sản cố định trong năm, doanh thu đại diện năng suất sản xuất của DN, chi phí vốn của DN... 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); dòng tiền được dùng để làm đại diện để đo ảnh hưởng này, được tính theo tỷ lệ với vốn cổ phần hiện có của DN. Mô hình nghiên cứu về HCTC với độ trễ tối ưu là ARDL(4,4,0,1), bổ sung biến Lợi nhuận sau thuế, đồng thời phân loại DN theo tiêu chí sở hữu để xác định ảnh hưởng của CPV và HCTC đến từng nhóm DN

### **2.4.2. Giải thích biến và đặt giả thuyết nghiên cứu**

- Biến phụ thuộc (I/K) = Tổng tài sản cố định/ tổng tài sản

- Các biến độc lập:

1) Biến doanh thu (SALES): SALES = doanh thu thuần

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

2) Biến dòng tiền (CF): CF = Lợi nhuận sau thuế

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

3) Biến chi phí vốn (UC): là đại diện để nghiên cứu tác động của chi phí vốn đến ĐT của DN.

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: Nghiên cứu ảnh hưởng của Nhà nước đến TTV và hoạt động của DN.

5) Biến quy mô DN: Nghiên cứu đánh giá tìm nguyên nhân gây ra HCTC của DN.

### ***2.4.3. Phương pháp sử dụng mô hình vào việc phân tích, đánh giá tác động của TTV đến quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trong bối cảnh HCTC***

Quy trình sử dụng mô hình: Bước 1: Xác định sự tồn tại của mối quan hệ dài hạn giữa các biến; Bước 2: Chọn độ trễ phù hợp cho mô hình ARDL / Xác định độ trễ tối đa trong mô hình; Bước 3: Tái phân tích mô hình ARDL thành mô hình sửa Mô tả mẫu dữ liệu: Các số liệu về 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. Số liệu về 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 và hàng quý. 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.

**CHƯƠNG 3****THỰC TRẠNG TÁC ĐỘNG CỦA TTV ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐT  
CỦA CÁC DNPTC ĐÃ NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG  
KHOÁN VIỆT NAM****3.1. Khái quát thực trạng phát triển TTV Việt Nam và sự tham gia của các DNPTC****3.1.1. Khái quát các giai đoạn hình thành và phát triển TTV Việt Nam**

- Giai đoạn trước năm 2001: Giai đoạn khởi đầu, sơ khai
- Giai đoạn 2001-2006: Giai đoạn tạo tiền đề để phát triển TTV
- Giai đoạn từ năm 2007 - 2015: Giai đoạn bùng nổ - suy thoái-phục hồi.

- Giai đoạn 2016 -2020: TTV Việt Nam đã phát triển nhanh và hoàn thiện về cấu trúc với các cấu phần gồm thị trường tín dụng trung và dài hạn, TTCP, TTTP, TTCK phái sinh (thành lập năm 2017) và một cấu phần mới được xây dựng là TTV ĐT mạo hiểm(thành lập năm 2017). Trong giai đoạn này TTV Việt Nam bước đầu phát triển hướng tới tạo lập sự cân bằng giữa thị trường tín dụng trung và dài hạn với TTCK. Cuối năm 2018, quy mô nợ tín dụng của nền kinh tế tương đương 131% GDP; cuối năm 2019, quy mô vốn hóa và giá trị của tài sản tài chính giao dịch trên TTCK, TTCK phái sinh và TTV ĐT mạo hiểm tương đương 112,7% GDP.

**3.1.2. Thực trạng phát triển các cấu phần của TTV Việt Nam và sự tham gia của các DN**

- Thực trạng phát triển thị trường tín dụng trung, dài hạn: Tăng trưởng nhanh nhưng chưa ổn định; LS cao; phân bổ vốn theo ngành chưa hợp lý và theo loại hình DN còn gây ra HCTC.

- Thực trạng phát triển TTCK Việt Nam: Bắt đầu từ năm 2000, tăng trưởng nhanh nhưng chưa ổn định, chưa phát triển cân bằng giữa TTTP và TTCP, quy mô vốn hóa trên TTCK cuối năm 2019 đạt khoảng 92% GDP, (trong đó: TTTP đạt khoảng 30,3% GDP, TTCP bằng khoảng 73% GDP).

- TTCK phái sinh chính thức hoạt động vào tháng 8/2017, đã phát triển nhanh trong 3 năm qua, với hơn 36 triệu hợp đồng được giao dịch. Tính đến hết năm 2018, đã có 57.677 tài khoản phái sinh mới được mở

- TTVĐT mạo hiểm bắt đầu phát triển ở Việt Nam từ năm 2017 (Thực hiện Nghị quyết số 27/NQ-CP ngày 21/2/2017 của Chính phủ), đã có khoảng 40 quỹ ĐT mạo hiểm hoạt động ở Việt Nam. Trong giai đoạn 2018-2019, trên 3.000 DN đã nhận được 889 triệu USD với 92 thương vụ với các quỹ ĐT trong và ngoài nước.

### **3.2. Phân tích thực trạng tác động của TTV đến quyết định ĐT của các DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh HCTC**

#### ***3.2.1. Phân tích thực trạng tác động của LS trên TTV đến chi phí sử dụng vốn của các DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam***

- Trong thời kỳ 2007-2020, CPV trung bình của các DN có sự biến động mạnh trong giai đoạn 2010-2014, sau đó có xu hướng giảm dần và tương đối ổn định trong giai đoạn 2015-2020.

- Trong giai đoạn 2008-2019, luôn luôn có sự chênh lệch giữa mức CPV trung bình của nhóm DN lớn với mức CPV trung bình của nhóm DNN&V, trong đó, các DN lớn luôn luôn có CPV thấp hơn các DNN&V trong giai đoạn nghiên cứu.

- Trong giai đoạn 2008-2019, luôn luôn có sự chênh lệch giữa mức CPV trung bình của nhóm doanh nghiệp nhà nước (DNNN) và nhóm doanh nghiệp tư nhân (DNTN), trong đó, CPV trung bình của nhóm DNNN luôn luôn thấp hơn mức CPV trung bình của các DNTN.

### ***3.2.2. Kết quả sử dụng mô hình định lượng đánh giá thực trạng tác động của TTV qua kênh chi phí vốn và kênh dòng tiền đến quyết định ĐT của các DNPTC đã niêm yết***

- Mô phỏng tác động của các biến độc lập đến quyết định ĐT của DN: Tăng trưởng doanh thu thêm 1% lại làm tăng ĐT của DN trong cùng quý là 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). Chi phí vốn tăng thêm 1% thì ĐT của DN sẽ giảm đi tới 0,257%.

- Tác động của việc thay đổi LS đến quyết định ĐT của DN: Khi LS tăng 1% thì dòng tiền giảm 1,961%, ĐT của DN trong quý đầu tiên sẽ tăng khoảng 2,6% nhưng các quý tiếp theo thì làm giảm ĐT của DN đi rất lớn từ 4% - 9%.

- Ảnh hưởng của HCTC đến quyết định ĐT của DN: Trường hợp cá DN lớn thì dòng tiền có hệ số tác động đến quyết định ĐT nhỏ hơn rất nhiều so với các DNN&V. Trường hợp các DNNN không bị gặp các vấn đề HCTC khi thực hiện các dự án ĐT, do biến dòng tiền không có ý nghĩa trong kết quả mô hình nghiên cứu, trong khi các DNTN thì lại phụ thuộc nhiều vào nguồn tiền của DN.



### **3.3. Tổng hợp đánh giá thực trạng phát triển TTV Việt Nam và tác động của TTV đến quyết định ĐT của các DNPTC đã niêm yết**

#### **3.3.1. Tổng hợp những phát hiện mới từ kết quả đánh giá định lượng tác động của TTV đến quyết định ĐT của các DNPTC đã niêm yết**

(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, mức chi phí vốn trung bình của nhóm DNN&V luôn cao hơn mức CPV của nhóm DN lớn; mức CPV của DNTN luôn cao hơn trung bình của nhóm DNNN. 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.

(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, khi LS giảm đi 1% thì dòng tiền của DN tăng thêm 1,961%.

(3) *TTCK chưa là kênh huy động vốn chủ yếu của DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.* Trên thực tế TTV Việt Nam đang tồn tại các cản trở cả HCTC khiến cho DN không tiếp cận được nguồn vốn bên ngoài hoặc phải chấp nhận chi phí cao.

(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, doanh thu cũng không tác động đến quyết định ĐT của DNNN đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. LS trên thị trường không có tác động đến quyết định ĐT của DNNN 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.

(5) *Có sự phân biệt giữa các chủ thể tham gia vào TTV, các DNN&V ở Việt Nam là đối tượng chính chịu tác động của HCTC.*

### **3.3.2. Tổng hợp đánh giá định tính thực trạng phát triển TTV Việt Nam ảnh hưởng đến quyết định ĐT của các DNPTC đã niêm yết**

\* Những thành quả chú 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. *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. *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 chú yếu của các DNPTC.

\* Một số tồn tại, hạn chế: *Một là*, Quy mô TTV còn nhỏ, tăng trưởng nhanh nhưng chưa cân bằng giữa các cấu phần của TTV và chưa bền vững, quy mô TTCK còn nhỏ so với thị trường tín dụng trung dài hạn. *Hai là*, LS vốn tín dụng trung, 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, chưa giảm tỷ trọng phân bổ vốn vào các ngành có độ rủi ro cao (như bất động sản, chứng khoán...). *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. *Bốn là*, Thể chế vận hành và phát triển TTV Việt Nam vẫn 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.

*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 niềm yết. Sáu là, Tình hình trật tự của TTV Việt Nam và niềm tin thị trường chưa cao.

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

- Nguyên nhân khách qua chủ yếu: 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), hội nhập quốc tế và cuộc CMCN 4.0 diễn ra nhanh nhưng tác động mạnh đến sự phát triển của TTV Việt Nam, trong khi việc hoàn thiện thể chế chưa thay đổi, bổ sung hoàn thiện để đáp ứng...

- 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 là những vấn đề còn mới đối với Việt Nam. 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 TTV NHẪM GIẢM THIỂU HCTC, KÍCH THÍCH QUYẾT ĐỊNH ĐT CỦA DNPTC ĐÃ NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM THỜI KỲ ĐẾN NĂM 2030**

#### **4.1. Bối cảnh và triển vọng phát triển TTV Việt Nam thời kỳ đến năm 2030**

##### ***4.1.1. Bối cảnh và các yếu tố ảnh hưởng đến HCTC của TTV Việt Nam thời kỳ đến năm 2030***

###### ***4.1.1.1. Bối cảnh quốc tế***

Cuộc cách mạng công nghiệp lần thứ tư (CMCN 4.0) và sự phát triển của kinh tế số sẽ đòi hỏi lượng vốn ĐT rất lớn mà TTV quốc tế phải đáp ứng sẽ làm cho các nguồn vốn trở nên khan hiếm hơn. Hội nhập kinh tế quốc tế, sự tiếp tục trỗi dậy của chủ nghĩa dân tộc, chủ nghĩa bảo hộ và chiến tranh thương mại, 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. 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 bị thu hẹp do nguồn tài nguyên hàng hóa vốn trở nên khan hiếm hơn, tạo hiệu ứng thu hẹp quy mô TTV Việt Nam từ phía cung và cầu do CPV có thể tăng lên.

\* Bối cảnh trong nước: Thời kỳ 2021 – 2030, tốc độ tăng trưởng GDP bình quân khoảng 7%/năm, trong điều kiện hệ số ICOR chưa được cải thiện nhiều, làm gia tăng áp lực cầu trên TTV trong nước; phát triển kinh tế xanh, kinh tế số, đòi hỏi nguồn vốn ĐT phát triển rất lớn, tạo áp lực thúc đẩy phát triển nhanh TTV. Trong thời kỳ tới, số lượng DN thành lập mới, nhất là DN khởi nghiệp ĐMST ở khu

vực KTTN tăng nhanh nhưng vẫn là DN có quy mô nhỏ và siêu nhỏ thường bị HCTC từ nội tại DN sẽ phải huy động vốn trên TTV.

#### **4.1.2. Triển vọng phát triển TTV Việt Nam đến năm 2030**

Để thực hiện mục tiêu tăng trưởng GDP bình quân 7%/năm trong thời kỳ 2021-2030, 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).

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. 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 những năm 2026-2030.

### **4.2. Quan điểm và định hướng phát triển TTV nhằm giảm thiểu HCTC, kích thích quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam thời kỳ đến năm 2030**

#### **4.2.1. Quan điểm phát triển TTV Việt Nam thời kỳ đến năm 2030**

*Thứ nhất*, phát triển nhanh, đồng bộ, vững chắc TTV Việt Nam, trong đó TTCK đóng vai trò chủ đạo; 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.

*Thứ hai*, phải 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; đồng thời phải lấy việc khắc phục các HCTC, kích thích ĐT của DNPTC, DN khởi nghiệp sáng tạo là mục đích tự thân của quá trình phát triển TTV.

*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 nhằm đạt các mục tiêu phát triển TTV cân bằng, hiệu quả, an toàn và bền vững.

*Thứ tư*, nâng cao chất lượng hàng hóa vốn trên TTV và giảm CPV trung và dài hạn, qua đó góp phần giảm thiểu các HCTC, kích thích quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết.

*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.

*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, đồng thời phải tạo ra các 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 và nâng cao khả năng thích ứng của TTV trong nước với các biến động của TTV, TTTC thế giới.

*Thứ tám*, cần chủ động tham gia, tận dụng các thành tựu của của cách mạng công nghiệp 4.0 trong phát triển TTV Việt Nam, đẩy mạnh số hóa và tăng cường ứng dụng công nghệ thông tin trong quản lý nhà nước đối với TTV.

#### **4.2.2. Định hướng phát triển TTV Việt Nam thời kỳ đến năm 2030**

- Phát triển TTV Việt Nam theo hướng cân bằng, hiệu quả, an toàn và bền vững trên cơ sở lấy nhu cầu vốn là yếu tố động lực, người vay vốn là trung tâm. Phát triển TTV cân bằng giữa thị trường tín dụng trung và dài hạn với TTCK, giữa TTTP với TTCP, giữa TTTPCP với TTTPDN. Hiệu quả và hiệu suất của thị trường là ưu tiên hàng đầu trong phát triển TTV. An toàn là nguyên tắc cơ bản của sự vận hành hệ thống TTV Việt Nam. 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 đồng bộ các yếu tố của TTV. 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. Tăng nhanh số lượng các chủ thể thị trường cả về phía cung và phía cầu trên TTV, tăng nhanh nhóm các nhà ĐT chuyên nghiệp tham gia TTV, 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. 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.

- Tiếp tục hoàn chỉnh cấu trúc TTV, từng bước cơ cấu lại TTV gắn với cơ cấu lại thị trường tài chính, thu hẹp dần thị trường tự do, củng cố và hoàn thiện thị trường UPCoM, TTV ĐT mạo hiểm, 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.

### **4.3. Các giải pháp phát triển TTV Việt Nam nhằm giảm thiểu HCTC, kích thích quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết**

#### **4.3.1. Giải pháp nhằm giảm chi phí vốn trung bình của các DNPTC đã niêm yết**

- 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.

- Đẩy mạnh cổ phần hóa các DNNN và niêm yết khi đã đủ điều kiện, tăng tính minh bạch của hàng hóa vốn trên TTV.

- Xây dựng và hoàn thiện cơ chế, chính sách tiếp cận tín dụng công bằng, minh bạch giữa các loại hình DN (DNNN, DNTN, DN lớn, DNN&V) trong nền kinh tế để khuyến khích ĐT của khu vực tư nhân.

#### **4.3.2. Giải pháp thúc đẩy và điều tiết TTV nhằm giảm thiểu hạn chế tài chính và kích thích quyết định ĐT của DNPTC đã niêm yết**

- Tiếp tục gia tăng số lượng và chất lượng cổ phiếu niêm yết trên TTCK tập trung, tăng cường tính kỷ luật của TTCK tập trung

- Tiếp tục hoàn thiện thị trường trái phiếu chính phủ: tăng tính thanh khoản của TTTPCP các trái phiếu được phát hành cần được chuẩn hóa về LS để tăng tính hấp dẫn đối với các nhà ĐT.

- Trái phiếu DN được phát hành ra công chúng phải xếp hạng tín nhiệm độc lập để nâng cao tính công khai, minh bạch.

- Giữ LS ổn định và giảm giảm dần mức LS trung bình trên TTV thời kỳ tới, nhất là LS trên thị trường tín dụng trung và dài hạn.

- Cần chú trọng đến việc cấp tín dụng cho nhóm các DNTN. Các NHTM cần có chính sách ưu tiên đối với các DN khởi nghiệp sáng tạo thuộc lĩnh vực kinh tế tư nhân. Có chính sách khuyến khích các tổ chức tài chính tham gia ĐT phát triển TTCK phái sinh



- Nâng cao năng lực quản trị DN trong tham gia TTV. Nâng cao năng lực quản trị quốc gia đối với TTV Việt Nam.

#### ***4.3.3. Giải pháp hoàn thiện thể chế cho sự vận hành đồng bộ, đầy đủ của TTV Việt Nam***

- Tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý hướng dẫn thi hành Luật Chứng khoán năm 2019 (có hiệu lực từ 01/01/2021). Xây dựng Luật Đầu tư mạo hiểm

- Hoàn thiện khung pháp lý và đẩy mạnh công tác thanh tra, giám sát hoạt động của TTV, đảm bảo TTV vận hành đúng nguyên tắc thị trường minh bạch, dễ dự đoán để góp phần giảm thiểu các HCTC.

- 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.

#### ***4.3.4. 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***

- Đẩy mạnh hoạt động nghiên cứu tính khả thi và triển khai các sản phẩm mới trên tất cả các thị trường cấu phần của TTV, bao gồm cả các sản phẩm tài chính số.

- 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 để có chính sách phối hợp huy động vốn cho ĐT phát triển thông qua TTV.

#### ***4.3.5. Hoàn thiện khung pháp lý và chính sách ĐT gián tiếp nước ngoài trên TTV Việt Nam***

- Bổ sung và hoàn thiện khung khổ pháp luật, chính sách về ĐT gián tiếp nước ngoài (FPI) trên TTV 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.

## **KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO**

*\* Luận án đã đạt được kết quả và có những đóng góp mới 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 về 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.

- 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, phát hiện những sai lệch về HCTC của TTV.

- 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 đầu tư của DNPTC đã niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam

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

*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, các chỉ số khác. *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. *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.

**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), pp 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), pp 119-121.