THÚC ĐẨY SỰ ĐÁP ỨNG CÁC TIÊU CHÍ NÂNG HẠNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM THEO CHUẨN MSCI TRONG GIAI ĐOẠN HIỆN NAY

MOTIVATING THE SATISFACTION OF THE CRITERIA FOR UPGRADING VIETNAM'S STOCK MARKET ACCORDING TO MSCI STANDARDS IN THE CURRENT PERIOD

Vũ Thị Thục Oanh

Khoa Tài chính ngân hàng và Bảo hiểm, Trường Đại học Kinh tế - Kỹ thuật Công nghiệp

Đến Tòa soạn ngày 13/03/2023, chấp nhận đăng ngày 01/04/2023

Tóm tắt: Bài viết nghiên cứu các giải pháp nhằm thúc đẩy sự đáp ứng các tiêu chí nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam theo chuẩn MSCI trong giai đoạn hiện nay. Việc nâng mức xếp hạng thị trường sẽ hỗ trợ thị trường chứng khoán đạt mục tiêu trở thành kênh huy động vốn chủ đạo cho nền kinh tế qua việc thu hút nhiều hơn nguồn vốn ngoại, tạo cơ hội cho doanh nghiệp tiếp cận vốn trực tiếp, mà không phụ thuộc vào hệ thống ngân hàng (tiếp cận vốn gián tiếp). Đồng thời, khi thị trường chứng khoán Việt Nam được nâng hạng, quy mô thị trường mở rộng đồng nghĩa với việc ngày càng nhiều nhà đầu tư nước ngoài biết đến và tham gia giao dịch, hình ảnh và vị thế của thị trường chứng khoán Việt Nam qua đó sẽ được nâng lên tầm cao mới và đạt sự phát triển bền vững.

Từ khóa: Tiêu chí, nâng hạng, thị trường chứng khoán.

Abstract: The paper deals with the solutions to promote the satisfaction of the criteria for upgrading Vietnam's stock market according to MSCI standards in the current period. Raising the market rating will support the stock market to achieve its goal of becoming the main capital mobilization channel for the economy by attracting more foreign capital, creating opportunities for businesses to access direct capital, without depending on the banking system (indirect access to capital). At the same time, when Vietnam's stock market is upgraded, the expanding market size means that more and more foreign investors know and participate in transactions, the image and position of Vietnam's stock market will be raised to new heights and achieve sustainable development.

Keywords: Criteria, upgrades, stock market.

1. GIỚI THIỆU

Thời gian gần đây, Chính phủ Việt Nam có nhiều động thái mạnh nhằm thanh lọc thị trường chứng khoán, nâng cao năng lực hệ thống giao dịch được Chính phủ chỉ đạo quyết liệt. Việc nâng cao chất lượng thị trường nhằm bảo vệ nhà đầu tư, mở ra cơ hội cho chứng khoán Việt Nam nâng hạng từ cận biên lên mới nổi. Ngoài ra, thị trường chứng khoán chịu ảnh hưởng rất lớn bởi dòng tiền. Sự tăng trưởng của thị trường chứng khoán phụ thuộc nhiều vào dòng tiền vào hay ra. Do vậy, cần xây dựng thị trường thực chất hơn. Điều này mang lại lợi ích to lớn cho thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam và tất cả thành viên tham gia TTCK được hưởng lợi. Thị trường tăng trưởng phải về chất, giá trị doanh nghiệp tăng và hút được dòng tiền lớn từ các quỹ đầu tư lớn trên thế giới. Đó là mục đích lớn của TTCK Việt Nam. Để sớm đạt được mục tiêu

nâng hạng TTCK Việt Nam, cần phải có sự quyết tâm và phối hợp giữa các cơ quan quản lý và các doanh nghiệp. Đồng thời, các nhà quản lý cần có lộ trình cụ thể và các giải pháp thúc đẩy.

2. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

2.1. Tình hình nghiên cứu ở nước ngoài

Đối với các nhân tố ảnh hưởng đến việc nâng hạng TTCK thì có các nghiên cứu tiêu biểu dưới đây:

Nghiên cứu của Charles Amo Yartey (2008) đã xem xét các yếu tố thể chế và kinh tế vĩ mô của việc phát triển TTCK bằng cách sử dụng số liệu mảng của 42 nền kinh tế mới nổi (trong giai đoạn 1990-2004. Kết quả cho thấy, các yếu tố kinh tế vĩ mô như mức thu nhập, đầu tư trong nước, phát triển lĩnh vực ngân hàng và thanh khoản của TTCK là những yếu tố quyết định quan trọng cho sự phát triển của TTCK ở các EM. Kết quả cũng chỉ ra rằng, rủi ro chính trị, trật tự và luật pháp, và tình trạng quan liêu là những yếu tố quyết định quan trọng cho sự phát triển của TTCK vì nó làm tăng khả năng tồn tại của tài chính bên ngoài.

Nghiên cứu Patrice Fontaine (2007) đã nghiên cứu về kiểm tra tác động của việc tự do hoá TTCK đối với hiệu quả thị trường dạng yếu ở các EM thường cung cấp những kết quả khác nhau. Kết quả chỉ ra rằng mặc dù một số thị trường có xu hướng tập trung vào các thị trường hiệu quả hơn sau hậu quả của tự do hóa TTCK thì những nước khác có xu hướng di chuyển theo hướng ngược lại. Đối với các thị trường đã có hiệu quả trước khi có sự tự do hóa tài chính, hiệu quả thông tin ngày càng trở nên rõ ràng trong những năm gần đây. Tuy nhiên, những biến động của TTCK có điều kiện không có tác động đáng kể đến lợi nhuận kỳ vọng.

Nghiên cứu của IOSCO (2007) đã kiểm tra mỗi quan hệ chặt chẽ giữa tính thanh khoản của thị trường và các yếu tố như cấu trúc thị trường, chính sách tài chính, khuôn khổ pháp lý, cơ sở hạ tầng giao dịch, mức độ đổi mới tài chính và sự đa dạng của các nhà đầu tư. Nghiên cứu đã xác định và làm nổi bật các sáng kiến của các thị trường mới nổi khác nhau để tăng cường thanh khoản và cung cấp cho các nhà quản lý thị trường mới nổi những hiểu biết về các yếu tố ảnh hưởng đến thanh khoản của thị trường như giảm chi phí giao dịch, tạo thuận lợi cho giao dịch và thanh toán kịp thời và đảm bảo rằng các giao dịch lớn chỉ ảnh hưởng đến giá thị trường. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu còn cung cấp đánh giá các quan điểm và kinh nghiệm của các nhà quản lý khác trong việc xây dựng chính sách và các sáng kiến hoạt động để tăng tính thanh khoản trong thị trường của họ.

Các kết quả đạt được trong những nghiên cứu trên sẽ góp phần định hướng trong việc xây dựng khung lý luận chung về nâng hạng TTCK.

2.2. Tình hình nghiên cứu ở trong nước

Đối với những nghiên cứu trong nước về chủ để nâng mức xếp hạng thị trường đối với TTCK, hiện chưa có nhiều những nghiên cứu mang tính chuyên sâu, tuy nhiên lại có khá nhiều nghiên cứu phân tích về các giải pháp và những khó khăn trong việc nâng mức xếp hạng thị trường đối với TTCK Việt Nam, tiêu biểu là các nghiên cứu như sau:

Nghiên cứu của Nguyễn Quang Long (2015), Phạm Thị Ánh Tuyết (2019) đã nghiên cứu việc nâng hạng TTCK thông qua phương pháp phân tích và tổng hợp tài liệu. Đề tài không chỉ nghiên cứu riêng về MSCI mà bao gồm cả một số tổ chức xếp hạng TTCK khác trên thế giới, kinh nghiệm của các nước đã nâng hạng

thị trường, cũng như đưa ra những so sánh về các tiêu chí khác biệt giữa các tổ chức xếp hạng thị trường lớn. Dựa vào những nghiên cứu, số liệu và so sánh giữa Việt Nam và các nước trong cùng bảng xếp hạng FM các nước cận dưới bảng xếp hạng EM cũng như các nước vừa nâng hạng, để tài có thể tìm ra quy trình nâng hạng thị trường chung của các tổ chức, nhận định về vị thế tương đối của TTCK Việt Nam so với các TTCK khác và đưa ra giải pháp nâng hạng cho TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, nghiên cứu này của tác giả chỉ là sự tổng hợp các tải liệu, không áp dụng phương pháp nghiên cứu định lượng trong nghiên cứu của mình.

Nghiên cứu của Nguyễn Thanh Huyền (2015) về quản lý vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu đã xây dựng khung lý thuyết mới trong quản lý vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài trên TTCK về ba khía cạnh chủ yếu: tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài, dịch chuyển vào-ra của dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài và hoạt động của nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy bên cạnh việc đảm bảo môi trường vĩ mô lành mạnh, nhà đầu tư nước ngoài rất quan tâm đến chất lượng hàng hóa, tính minh bạch trong công bố thông tin cũng như dịch vụ trung gian trên TTCK. Nghiên cứu cũng nêu kiến nghị cần có các chính sách trong lĩnh vực tài chính tiền tệ nhằm thu hút và quản lý vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài như nâng cao năng lực hệ thống trung gian và phụ trợ thị trường, tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài, tái cấu trúc thị trường.

Như vậy, các công trình nghiên cứu về nâng hạng thị trường chứng khoán là đa dạng về nội dung và các vấn đề nghiên cứu, được thực hiện trên cả hai phương diện lý thuyết và thực tiễn đã đạt được một số kết quả nhất định. Với các nghiên cứu về nâng hạng TTCK đã cho thấy được khung lý thuyết khá phong phú về các nội dung cơ bản của nâng hạng thị trường như khái niệm, đặc điểm, các quy trình nâng hạng, các tiêu chí được xét nâng hạng… làm nền tảng cho việc nhận thức và hiểu sâu về nâng hạng TTCK, với những lý luận đó đề tài có thể kế thừa và tiếp tục phát triển thêm ở phần lý luận chung về nâng hạng TTCK.

Tuy nhiên, thông qua các nghiên cứu trong và ngoài nước về vấn đề có liên quan cũng có thể thấy được vẫn còn tồn tại những khoảng trống nghiên cứu, cụ thể như: phần lớn các tác giả chỉ thực hiện nghiên cứu một cách tổng thể về xếp hạng mà chưa có một công trình nghiên cứu mang tính học thuật về nâng hạng TTCK Việt Nam, đặc biệt là sự đáp ứng các tiêu chí nâng hạng TTCK mang tính học thuật do MSCI đặt ra, nhất là sự đáp ứng các tiêu chuẩn EM của TTCK Việt Nam đang ở mức độ nào? Nguyên nhân của các kết quả này? Các thách thức đối với TTCK Việt Nam cần vượt qua để đạt được EM theo MSCI? Các điểm yếu nào cần tập trung tháo gỡ? Nâng hạng lên EM, cần có lộ trình thực hiện như thế nào? Chính vì vậy, đây là khoảng trống nghiên cứu được tác giả khai thác trong bài viết này.

3. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

3.1. Khái niệm

Nâng hạng TTCK là quá trình cải cách, tái cấu trúc thị trường, sản phẩm, chính sách để hoàn thiện và phát triển TTCK theo chuẩn của quốc tế với mục đích nâng cao thứ hạng của thị trường đối với các nhà đầu tư nước ngoài và các nhà đầu tư tổ chức quốc tế, tạo điều kiện thuận lợi để thu hút đầu tư nước ngoài, góp phần thúc đẩy tiến trình tái cơ cấu và phát triển kinh tế - xã hội của quốc gia.

3.2. Tiêu chí xếp hạng thị trường đối với TTCK của MSCI

Bài viết dựa vào các tiêu chí đánh giá nâng

hạng của MSCI (2022) để tìm kiếm giải pháp cho việc nâng hạng TTCK Việt Nam. Theo thông tin được cung cấp tại trang website chính thức, MSCI là tổ chức chuyên cung cấp các công cụ hỗ trợ nhà đầu tư có tổ chức trong việc ra quyết định đầu tư, chủ yếu là các quỹ hưu trí và các quỹ phòng ngừa rủi ro. Một số sản phẩm nổi bật của MSCI là các bộ chỉ số MSCI Developed Markets, MSCI Emerging Markets, MSCI Frontier Markets. MSCI (2022) đã đưa ra bộ nguyên tắc gồm 19 tiêu chí phân loại thị trường tập trung vào ba nhóm *(1) Nhóm tiêu chí về sự phát triển kinh tế, (2) Nhóm tiêu chí về quy mô và thanh khoản*, và *(3) Nhóm tiêu chí về khả năng tiếp cận thị trường.* Do các sản phẩm chỉ số được MSCI cung cấp đều dựa trên cổ phiếu, nên các tiêu chí này được đánh giá trên thị trường cổ phiếu.

Bảng 1. Tiêu chí xếp hạng thị trường của MSCI

Tiêu chí	Cận biên	Mới nổi	Phát triển
A. Phát triển kinh tế			
A.1. Tính bền vững của phát triển kinh tế	Không yêu cầu	Không yêu cầu	GNI cao hơn 25% so với ngưỡng thu nhập cao của WB trong 3 năm liên tiếp
B. Quy mô và tính thanh khoản			
B1. Số lượng các công ty đáp ứng các tiêu chuẩn chỉ số	2	3	5
B2. Quy mô công ty (toàn bộ vốn hóa)	635 triệu USD	1.269 triệu USD	2.538 triệu USD
B3. Quy mô chứng khoán (có điều chỉnh tỷ lệ tự do chuyển nhượng)	47 triệu USD	635 triệu USD	1.269 triệu USD
B4. Tính thanh khoản	ATVR 2,5%	ATVR 15%	ATVR 20%
C. Khả năng tiếp cận thị trường			
C1.Tính mở đối với NĐTNN	Tương đối	Cao	Rất cao
C2. Mức độ thuận lợi cho dòng chảy của vốn	Một phần	Cao	Rất cao
C3. Tính hiệu quả của cơ chế hoạt động trên thị trường	Chưa cao	Tốt	Rất cao
C4. Mức độ cạnh tranh	Cao	Cao	Không rào cản
C5.Tính ổn định của khung thể chế	Vừa phải	Vừa phải	Rất cao

(Nguồn: MSCI, 2022)

3.3. Vai trò nâng hạng TTCK

TTCK các nước được phân loại để thể hiện độ tin cậy, mức độ rủi ro, tính minh bạch, mức độ thanh khoản và mức độ phát triển khác nhau. Nâng hạng TTCK thể hiện mức độ phát triển của TTCK, kèm theo đó là mức độ thu hút vốn đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài. Đây là một trong những thước đo quan trọng để nhà đầu tư nước ngoài đưa ra quyết định đầu tư vào một TTCK. Không chỉ riêng Việt Nam mà nhiều FM khác cũng đang nỗ lực để được nâng hạng lên EM bởi: (i) Các EM có quy mô lớn hơn và chất lượng tốt hơn FM, trong khi tiềm năng tăng trưởng lại cao hơn DM; (ii) Để đáp ứng các tiêu chuẩn nâng hạng lên EM, TTCK còn có áp lực phải cải thiện các điều kiện giao dịch như hệ thống vận hành, khung thể chế, tính minh bạch về thông tin;

(ii) Kết cấu thị trường theo hướng tích cực hơn; (iv) Thu hút thêm dòng vốn nước ngoài; (v) Cổ phiếu đại diện trong rổ chỉ số EM sẽ được phân bổ theo tỷ lệ cơ cấu danh mục cổ phiếu trong rổ chỉ số; (vi) Hiệu ứng lan tỏa đối với thị trường trong nước, góp phần cho các cổ phiếu không trong rổ chỉ số cũng được hưởng lợi, từ đó giúp cho việc huy động vốn thông qua TTCK được thuận lợi hơn; (vii) Giúp các nhà đầu tư nước ngoài định hình được các nhóm thị trường khác nhau để lựa chọn đầu tư vào nhóm thị trường phù hợp với khả năng của mình.

4. MÔ HÌNH VÀ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở tổng quan nghiên cứu, cùng với kết quả nghiên cứu của một số nghiên cứu thực nghiệm trước đây đồng thời có sự điều chỉnh để phù hợp hơn với đặc điểm của thị trường Việt Nam, tác giả xây dựng mô hình đáp ứng các tiêu chí nâng hạng TTCK như sau:

$$Yi,t=c+aYi,t-1 + BXi,t +YZi,t +Ui,t$$

Trong đó:

- Y là biến phụ thuộc, bao gồm: Sự đáp ứng các tiêu chỉ về giá trị vốn hóa TT và tính thanh khoản của CP;
- Biến độc lập, bao gồm:

X là tập hợp các nhân tố vĩ mô, bao gồm: (i) Tăng trưởng KT; (ii) Lạm phát; (iii) Tỷ giá; (iv) LS; (v) Thuế suất TNDN; (vi) tín dụng trên GDP; (vii) Giá dầu thế giới; (viii) Chỉ số NLCT cấp tỉnh;

Z là tập hợp các nhân tố thuộc về doanh nghiệp bao gồm: (i) Quy mô doanh thu của doanh nghiệp; (ii) Chỉ số LN/tài sản (ROA); (iii) Tỷ lệ TSCĐHH; (iv) Tỷ lệ TS ngắn hạn; (v) Tỷ lệ SHNN; (vi) Tỷ lệ SH nước ngoài; u là phần sai số của mô hình; i, t là các chỉ số lần lượt là các chỉ số chỉ doanh nghiệp i ở năm t; t 1 chỉ độ trễ một thời kỳ của biến số.

Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Để phân tích sự đáp ứng các tiêu chí nâng hạng của TTCK thông qua một số tiêu chí định lượng, tác giả thu thập số liệu trên TTCK Việt Nam từ năm 2018-2022. Về phương pháp nghiên cứu tác giả sử dụng phương pháp ước lượng GMM 2 bước để đánh giá sự đáp ứng các tiêu chí định lượng của MSCI trong việc nâng hạng TTCK Việt Nam: (i) Kiểm định Arellano-Bond cho tương quan bậc 1 (ARI) và tương quan bậc 2 (AR2); (ii) Kiểm định tính hiệu lực của mô hình.

4.2. Kết quả nghiên cứu

Bảng số liệu dưới đây trình bày kết quả ước lượng của các nhân tố tới giá trị vốn hóa trị trường và tính thanh khoản của cổ phiếu của các công ty niêm yết (CTNY) trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn từ 2018-2022.

Bảng 2. Bảng ước lượng các nhân tố tác động đến giá trị vốn hóa thị trường và tính thanh khoản CP

Biến số	Giá trị vốn hóa thị trường	Tính thanh khoản của CP
Độ trễ vốn hóa thị trường	0.293***	0,230***
	(0.037)	(0.036)
Tăng trưởng GDP	0.212*	-1.174**
	(0.115)	(0.514)
Chỉ số giá tiêu dùng	-0,15	0,958***
	(-0.301)	(0.353)
Tỷ giá	-0,527	-0,020
	(0.668)	(0.003)
Lãi suất	-0.0	0.007
	(0.006)	(0.007)
Thuế suất thu nhập DN	-0.964**	-0.964**
	(0.387)	(0.387)
Thuế TNDN	0.059**	0.059**
	(0.024)	(0.024)
Giá dầu thế giới	-0.011	-0.011

Biến số	Giá trị vốn hóa thị trường	Tính thanh khoản của CP
	(0.038)	(0.038)
Chỉ số NLCT cấp tỉnh	-0.003	0.271
	(0.002)	(0.607)
Doanh thu	0.474**	0.841**
	(0.047)	(0.202)
Biên lợi nhuận Ebita	0.250***	-0.468***
	(0.043)	(0.146)
Tỷ lệ TSCĐ/Tổng TS	0.161***	-0.505***
	(0.027)	(0.203)
ROA	0.0682**	0.996**
	(0.072)	(0.353)
ROE	0.281***	1,927***
	(0.071)	(0.468)
PB	0.034**	0.086
	(0.015)	(0.080)
PE	0.538***	-1.123***
	(0.052)	(0.305)

(Nguồn: Kết quả từ phần mềm tính toán)

Căn cứ vào bảng 2 kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng:

a) Độ trễ của giá trị vốn hóa thị trường: Hệ số hồi quy của biến Độ trễ của vốn hóa thị trường là 0,233 và 0.23, chứng tỏ Độ trễ của vốn hóa thị trường của thời kỳ hiện tại có tác động cùng chiều với giá trị vốn hóa thị trường và tính thanh khoản của cổ phiếu của các CTNY với độ tin cậy là 999%. Điều này chỉ ra rằng, giá trị vốn hóa thị trường của thời kỳ trước có tác động trực tiếp tới giá trị vốn hóa thị trường của CTNY ở thời kỳ hiện tại. Cụ thể, nếu các yếu tố khác không đổi và khi Độ trễ của vốn hóa thị trường năm trước tăng thêm 19% thì giá 89 trị vốn hóa thị trường của các CTNY năm hiện tại sẽ tăng 0,293%%. Như vậy, có thể thấy, để có được giá trị vốn hóa thị trường cao cần phải có giải pháp duy trì giá trị vốn hóa thị trường của CTNY tăng trưởng đều qua các năm. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy, nếu các yếu tố khác không đổi và khi tính thanh khoản của cổ phiếu năm trước tăng thêm 1% thì giá trị thanh khoản của các CTNY năm hiện tại sẽ tăng 0.230%. Như vậy, có thể thấy, để có được tính thanh khoản của cổ phiếu cao, cần phải có giải pháp duy trì tính thanh khoản của cổ phiếu tăng trưởng đều qua các năm.

b) Các nhân tố vĩ mô:

- Tăng trưởng GDP: Hệ số hồi quy của biến Tăng trưởng GDP của thời kỳ hiện tại trong mô hinh là 0.312, chứng tỏ Tăng trưởng GDP của thời kỳ hiện tại có tác động cùng chiều với giá trị vốn hóa thị trường của CTNY với độ tin cậy là 90%. Điều này có nghĩa là, nếu các yếu tô khác không đổi thì khi GDP tăng trưởng thêm 1% thì giá trị vốn hóa thị trường của các CTNY sẽ tăng 0.212%. Như vậy, có thể thấy tăng trưởng kinh tế tốt là tín hiệu tích cực để có được giá trị vốn hóa cao của các CTNY trên TTCK. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy, Tăng trưởng GDP của thời kỳ hiện tại có tác động ngược chiều tới tính thanh khoản của cổ phiếu. Điều này được lý giải là khi tăng trưởng tốt hơn, các nhà đầu tư thường nắm giữ các cổ phiếu được kỳ vọng tốt, do đó làm giảm tính thanh khoản của các cổ phiếu trên TTCK.

- Chỉ số giá tiêu dùng, chỉ số thay đổi tỷ giá, biến lãi suất, giá dầu thế giới, năng lực cạnh tranh cấp tỉnh: Hệ số hồi quy của biến Chỉ số giá tiêu dùng và thay đổi tỷ giá, biến lãi suất trong mô hình không có ý nghĩa thống kê đối với giá trị vốn hóa thị trường của các CTNY. Điều này chứng tỏ, chỉ số giá tiêu dùng và thay đổi tỷ giá và biến lãi suất không có tác động đến giá trị vốn hóa thị trường của CTNY trên TTCK Việt Nam.

- Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp: Hệ số hồi quy của biến Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp trong mô hình là –0.964, chứng tỏ thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp có tác động ngược chiều với vốn hóa thị trường của DN với độ tin cậy là 95%. Điều này có nghĩa là, nếu các yếu tố khác không đổi và khi Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp tăng thêm 19% thì vốn hóa thị trường của các CTNY sẽ giảm 0,964%. Như vậy, có thể thấy, việc gia tăng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp sẽ có tác động tiêu cực tới giá trị vốn hóa của CTNY trên TTCK Việt Nam.

c) Các nhân tố thuộc về doanh nghiệp:

- Doanh thu: Hệ số hồi quy của biến Doanh thu trong mô hình là 0.474, chứng tỏ Doanh thụ có tác động cùng chiều với vốn hóa thị trường của doanh nghiệp với độ tin cậy là 99%, Điều này có nghĩa là, nếu các yếu tố khác không đổi và Doanh thu tăng thêm 1% thì vốn hóa thị trường của các CTNY sẽ tăng 0.474%. Điều này được giải thích là do doanh thu tăng, hoạt động SXKD của doanh nghiệp tăng, các nhà đầu tư sẽ đầu tư nhiều hơn vào các cổ phiếu của các doanh nghiệp này làm cho giá trị vốn hóa thị trường và tính thanh khoản của cổ phiếu của các CTNY trên TTCK tăng.

- Biến lợi nhuận Ebitda: Hệ số hồi quy của biến lợi nhuận Ebitda trong mô hình là 0.250, chứng tỏ Biến lợi nhuận Ebitda có tác động cùng chiều với vốn hóa thị trường của doanh nghiệp với độ tin cậy là 99%. Điều này có nghĩa là, nếu các yếu tố khác không đổi và Biến lợi nhuận Ebitda tăng thêm 1% thì vốn hóa thị trường của các CTNY sẽ tăng 0.250%. Như vậy, nếu các doanh nghiệp có thể duy trì được chỉ số Biến lợi nhuận Ebitda thì có thể tạo ra được giá trị vốn hóa thị trường cao hơn nhưng có thể làm giảm tính thanh khoản của cổ phiếu của các CTNY trên TTCK bởi sự nắm giữ cổ phiếu của các nhà đầu tư.

- Tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản: Hệ số hồi quy của biến Tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản trong mô hình là 0.161, chứng tỏ Tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản có tác động cùng chiều với giá trị vốn hóa thị trường của doanh nghiệp với độ tin cậy là 99%. Điều nảy có nghĩa là, nếu các yếu tố khác không đổi và Tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản tăng thêm 1% thì giá trị vốn hóa thị trường của các CTNY sẽ tăng 0.161%. Như vậy, doanh nghiệp có quy mô Tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản tăng sẽ có giá trị vốn hóa thị trường tăng và ngược lại.

- ROA và ROE: Hệ số hỏi quy của biến ROA và ROE trong mô hình lân lượt là 0.682 và 0.281, chứng tỏ ROA và ROE có tác động cùng chiều với vốn hóa thị trường của doanh nghiệp với độ tin cậy là 99%, Điều này có nghĩa là, nếu các yếu tố khác không đổi và ROA và ROE tăng thêm 19% thì vốn hóa thị trường của các CTNY sẽ tăng lần lượt là 0.682 và 0.281%. Như vậy, doanh nghiệp có ROA và ROE tăng sẽ có giá trị vốn hóa thị trường tăng và tính thanh khoản thị trường của cổ phiếu của cac CTNY tăng. Như vậy, có thể thấy, mức độ sử dụng hiệu quả tải sản và vốn có tác động tích cực tới giá trị vốn hóa của doanh nghiệp trên TTCK. Theo đó, việc doanh nghiệp muốn tăng được giá trị vốn hóa cần phải có những giải pháp quan trọng nhằm sử dụng hiệu quả vốn và tải sản của doanh nghiệp.

- PB và PE: Hệ số hồi quy của biến PB và PE trong mô hình lần lượt là 0.034 và 0.538, chứng tỏ PB và PE có tác động cùng chiều với giá trị vốn hóa thị trường của CTNY với độ tin cậy lần lượt là 95 và 99%. Tuy nhiên, PE có tác động ngược chiều với tính thanh khoản thị trường của doanh nghiệp (-1,123) với độ tin cậy là 999%. Điều này có nghĩa là, nếu các

yếu tố khác không đổi và PB, PE tăng thêm 1% thi giá trị vốn hóa thị trường của các CTNY sẽ tăng lần lượt là 0.034 và 0.538%. PE tăng thêm 1% thì thanh khoản thị tường của các CTNY sẽ giảm 1.123%. Như vậy, nếu triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp tốt thì sẽ làm giảm tính thanh khoản của cổ phiếu của CTNY trên TTCK bởi sự nắm giữ cổ phiếu của các nhà đầu tư, tạo được giá trị của cổ phiếu của doanh nghiệp trên TTCK cao, từ đó làm tăng giá trị vốn hóa của doanh nghiệp trên TTCK.

- Tỷ lệ sở hữu nhà nước: Hệ số hội quy của biến Tỷ lệ sở hữu nhà nước trong mô hình là -0.018, chứng tỏ tỷ lệ sở hữu nhà nước có tác động ngược chiều với giá trị vốn hóa thị trường của doanh nghiệp với độ tin cậy là 99%. Điều nảy có nghĩa là, nếu các yếu tố khác không đổi và khi Tỷ lệ sở hữu nhà nước tăng thêm 1% thì giá trị vốn hóa thị trường của các CTNY sẽ giảm 0.018%%. Như vậy, có thể thấy, việc gia tăng Tỷ lệ sở hữu nhà nước sẽ có tác động tiêu cực tới giá trị vốn hóa của CTNY trên TTCK.

- Tỷ lệ sở hữu nước ngoài: Hệ số hồi quy của biến Tỷ lệ sở hữu nước ngoài trong mô hình là 0.011, chứng tỏ tỷ lệ sở hữu nước ngoài có tác động cùng chiều với giá trị vốn hóa thị trường của CTNY trong mô hình. Điều này có nghĩa là, nếu các yếu tố khác không đổi và khi Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tăng thêm 1% thì giá trị vốn hóa thị trường của các CTNY sẽ tăng 0.011%. Như vậy, có thể thấy, việc tham gia của các doanh nghiệp nước ngoài vào TTCK. Việt Nam sẽ làm gia tăng giá trị vốn hóa thị trường của các CTNY trên TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, trong nhiều năm, Việt Nam có những chính sách liên quan đến hạn chế sở hữu nước ngoài và đã được cải thiện trong những năm gần đây. Đây là một tín hiệu tích cực cho TTCK Việt Nam trong thời gian tới.

5. GIẢI PHÁP

5.1. Tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý và chính sách phát triển TTCK.

Tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý và chính sách phát triển TTCK, trong đó: (i) Tập trung hoàn thiện hệ thống các văn bản hướng dẫn Luật chứng khoán, đảm bảo tính thống nhất, đồng bộ, tương thích và hiệu lực với Luật doanh nghiệp và Luật đầu tư; (ii) Tổ chức rà soát các văn bản quy phạm pháp luật hiện hành về chứng khoán và TTCK để đề xuất sửa đổi, bổ sung, thay thế, bãi bỏ hoặc ban hành mới bảo đảm phù hợp với quy định của Luật chứng khoán; (iii) Triển khai Đề án thành lập Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam theo lộ trình và mô hình đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, Thành lập tổng công ty lưu ký chứng khoán. Phối hợp chặt chẽ với sở giao dịch chứng khoán, Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam rà soát để xây dựng và sửa đổi các quy trình, quy chế, quy định, hướng dẫn chuyên môn nghiệp vụ, giảm thiểu tác động từ việc thay đổi, điều chỉnh quy định tới hoạt động của thị trường.

b) Đặc biệt, cần tập trung vào các vấn đề sau: (i) Hoàn thiện các quy định về nới room cho các nhà đầu tư nước ngoài; (ii) Hoàn thiện các quy định về áp dụng IFRS; (iii) Hoàn thiện các quy định về công bố thông tin bằng tiếng Anh; (iv) Hoàn thiện các quy định về giao dịch trong ngày và bán khống; (v) Hoàn thiện các quy định về ứng dụng công nghệ thông tin trong hoạt động và quản lý TTCK.

5.2. Nâng cao mức độ mở hơn với sở hữu nước ngoài

5.2.1. Thực hiện "nới room" cho các nhà đầu tư nước ngoài

Từ kết quả nghiên cứu cho thấy cần: (i) Đề

xuất bỏ quy định cho phép đại hội cổ đông quy định tỷ lệ FOL của nhà đầu tư nước ngoài; (ii) Quy định tự động áp dụng FOL 100% cho các CTNY không thuộc trường hợp có ngành nghề tỷ lệ FOL do điều ước quốc tế quy định, ngành doanh có điều kiện; (ii) Với các trường hợp có tỷ lệ FOL không vượt quá 49%, đề nghị siết chặt hơn khi bổ sung thêm danh mục ngành nghề tiếp cận thị trường có điều kiện đối với nhà đầu tư nước ngoài, trong khi vẫn giữ nguyên danh mục ngành nghề đầu tư kinh doanh có điều kiện. Việc nâng trần tỷ lệ sở hữu cho nhà đầu tư nước ngoài là một chủ trương lớn của Chính phủ, nhằm cải thiện khả năng thu hút vốn ngoại cho TTCK, đa dạng kênh huy động vốn cho doanh nghiệp. Đây cũng là một tiêu chí quan trọng để MSCI xem xét nâng hạng TTCK Việt Nam từ FM lên EM.

5.2.2. Nới thêm dự địa cho room còn lại cho nhà đầu tư nước ngoài

Cùng với việc nới room, cần giải pháp đồng bộ khác để tăng *quy mô có thể đầu tư* như thúc đẩy niêm yết các doanh nghiệp lớn và tăng tỷ lệ tự do chuyển nhượng thông qua giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước. Đồng thời, có giải pháp nới thêm dư địa để thu hút vốn ngoại và Việt Nam thông qua phát triển các quỹ hoán đổi danh mục (ETF) mới, đặc biệt là các quỹ lấy chỉ số tham chiếu từ bộ chỉ số mới được HOSE ra mắt mới đây.

5.3. Cải thiện hạ tầng thị trường cho các nhà đầu tư nước ngoài

Triển khai nghiệp vụ bán khống có đảm bảo (short sales) đối với TTCK cơ sở thông qua việc: (i) Ban hành thông tư và quy chế hướng dẫn thực hiện quy định về bán khống; Thành lập sở giao dịch chứng khoán Việt Nam và tổng công ty lưu ký chứng khoán; Chấp thuận cho phép UBCKNN triển khai giao dịch bán khống; (ii) Quy định các tiêu chí chứng khoán được giao dịch bán khống; Quy định các đối tượng được/ không được phép thực hiện bán khống; Triển khai hoạt động bán khống sau khi được Bộ Tài chính chấp thuận; (iii) Tổng công ty lưu ký chứng khoán ký hợp đồng giao dịch vay chứng khoán trên hệ thống vay và cho vay chứng khoán với nhà đầu tư; (iv) SGDCK Công bố danh sách chứng khoán (cổ phiếu, chứng chỉ quỹ niêm yết) được giao dịch/ không được giao dịch bán khống; (v) CTCK: Báo cáo SGDCK và UBCKNN về giao dịch bán khống theo Quy chế của UBCKNN và Mở tài khoản giaodịch bán khống cho nhà đầu tư; *(vi) Nhà đầu tư:* Mở tài khoản và ký hợp đồng giao dịch vay chứng khoán trên hệ thống vay và cho vay chứng khoán với Tổng công ty lưu ký chứng khoán và Thực hiện giao dịch theo nhu cầu. Các giao dịch này có thể được thực hiện khi hệ thống mới của Tổng công ty lưu ký chứng khoán được triển khai, và khi đó, TTCK Việt Nam tiến thêm một bước gần hơn với thông lệ quốc tế.

6. KẾT LUẬN

Nâng hạng TTCK Việt Nam là một trong những mục tiêu quan trọng mà Chính phủ đặt ra, thu hút mạnh mẽ hơn nguồn vốn ĐTNN. Điều này đòi hỏi phải có chính sách tốt và hoạt động đồng bộ của các thành viên thị trường, cũng như các cơ quan quản lý nhà nước. Để được nâng hạng lên EM, TTCK Việt Nam không chỉ tuân thủ những chuẩn mực quốc tế mà còn thực thi hàng loạt các chính sách ở cả tầm vĩ mô và tầm DN. Tuy nhiên, nâng hạng TTCK là một mục tiêu đa lợi ích, không chỉ đối với riêng TTCK mà sẽ có tác động tích cực tới cả nền kinh tế nói chung. Đây là một tiến trình dài hơi và cần sự tham

gia của nhiều cơ quan. Cùng với việc chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ, trong thời gian tới phải ban hành đồng bộ hệ thống nghị định và các văn bản hướng dẫn Luật Chứng khoán, Luật doanh nghiệp và Luật đầu tư, tiến đến nghiên cứu sửa đổi Luật các tổ chức tín dụng và các luật, nghị định liên quan trong những năm tiếp theo để kỳ vọng sẽ khơi thông những vướng mắc trên con đường nâng hạng của TTCK Việt Nam.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

[1] Nguyễn Quang Long, *"Xếp hạng TTCK và giải pháp nâng hạng TTCK Liệt Nam"*, Đề tài NCKH cấp Ủy ban, UBCKNN, Hà Nội (2015).

[2] Nguyễn Ngọc Cảnh, *"Kiểm soát luồng vốn FII thông qua TTCK - Kinh nghiệm quốc tế và đối sách cho Liệt Nam"*, Đề tài NCKH cấp Bộ, Hà Nội (2008).

[3] Phạm Thị Ánh Tuyết, *"Kinh nghiệm nâng hạng TTCK của một số quốc gia trên thế giới và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam"*, Kỷ yếu Hội thảo Khoa học quốc gia, NXB Đại học Kinh tế TP Hồ Chí Minh (2019).

[4] Nguyễn Thanh Huyền, *"Quản lý vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài trên Thị trường Chứng khoán Việt Nam"*, Luận án tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân (2015).

[5] Trần Quang Phú, *"Hội nhập Thị trường Chứng khoán Việt Nam vào Thị trường Chứng khoán khu vực ASEAN"*, Luận án tiến sĩ, Học viện Khoa học xã hội Hà Nội (2012).

[6] Bana Abuzayed and Nedal Al-Fayoumi, *"Are Investors Concernedwith Stock Market Upgrades? Evidence from Muluivarliate Framewortk Analysils"*, Emerging Markets Flinance and Trade (2016).

[7] IOSCO, "*Factors Influencing Liquidtty in Ems"*, Report o*f* the IOSCO Emerging Markets Comumifee, (2007).

[8] MSCI, *MSCI Global Market Accessibiliiy Review* (2018).

[9] Oana, I., *"The road of Romania from frontier towards emerging capital market status"*, University of Craiova, Romania (2015).

[10] Saidi.N, Prasad.A and Naik.V, *"From frontier to emerging: Does market reclassification matter?*", Dubai International Centre (DIFC), Dubai, UAE (2011).

[11] Hunter, G., "*UAE and Qatar upgraded to MSCI's Emerging Market Index"*,The National June 12 (2013).

[12] Caporale, G., Howells, P., and Soliman, A., *"Stock Market Development And Economic Growth: The Causal Linkage"*, Journal of Economic Development, England (2004).

Thông tin liên hệ: **Vũ Thị Thục Oanh**

Điện thoại : 090 909 1982 - Email: vttoanh@uneti.edu.vn

Khoa Tài chính ngân hàng và Bảo hiểm, Trường Đại học Kinh tế - Kỹ thuật Công nghiệp.