BỘ TÀI CHÍNH
TRƯỜNG ĐẠI HỌC TÀI CHÍNH – MARKETING

BÙI NGỌC TOẢN

MỐI QUAN HỆ GIỮA PHÁT TRIỂN TÀI CHÍNH VÀ THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN VIỆT NAM

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Thành phố Hồ Chí Minh – Năm 2021

BỘ TÀI CHÍNH
TRƯỜNG ĐẠI HỌC TÀI CHÍNH – MARKETING

BÙI NGỌC TOẢN

MỐI QUAN HỆ GIỮA PHÁT TRIỂN TÀI CHÍNH VÀ THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN VIỆT NAM

Ngành: Tài chính – Ngân hàng
Mã số ngành: 9340201

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:
PGS.TS. NGUYỄN THỊ MỸ LINH
TS. PHẠM THỊ THANH XUÂN

Thành phố Hồ Chí Minh – Năm 2021

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan: đề tài "Mối quan hệ giữa phát triển tài chính và thị trường bất động sản Việt Nam" là công trình nghiên cứu do chính tôi thực hiện dưới sự hướng dẫn của Người hướng dẫn khoa học PGS.TS. Nguyễn Thị Mỹ Linh và TS. Phạm Thị Thanh Xuân.

Các số liệu và kết quả nghiên cứu trong luận án là trung thực và chưa có ai công bố trong bất kỳ công trình khoa học nào khác, ngoại trừ một số kết quả được công bố trong các công trình khoa học của chính tác giả.

Tất cả những nội dung được kế thừa, tham khảo từ nguồn tài liệu khác đều được tác giả trích dẫn đầy đủ và ghi nguồn cụ thể trong Danh mục tài liệu tham khảo.

Tác giả luận án

Bùi Ngọc Toản

LỜI CẢM ƠN

Sau thời gian học tập, nghiên cứu để thực hiện các chuyên đề và luận án tại Trường Đại Học Tài chính – Marketing. Tôi xin trân trọng cảm ơn:

Quý Thầy, Cô của Trường Đại Học Tài chính – Marketing, đặc biệt là các Thầy, Cô trong Khoa Tài chính – Ngân hàng và Viện Đào tạo Sau đại học đã tận tình giảng dạy, hướng dẫn, truyền đạt cho tôi những kiến thức quý báu trong suốt thời gian học tập và nghiên cứu.

Tôi xin gửi lời trân trọng cảm ơn đến PGS.TS. Nguyễn Thị Mỹ Linh và TS. Phạm Thị Thanh Xuân, người đã luôn quan tâm, hướng dẫn tôi từ quá trình thực hiện các chuyên đề đến việc hoàn thành luận án.

Tôi cũng xin chân thành cảm ơn lãnh đạo, các đồng nghiệp tại Trường Đại học Công nghiệp TP.HCM, đã tạo điều kiện thuận lợi, hỗ trợ tôi trong thời gian học tập và thực hiện luận án.

Xin kính chúc quý Thầy, Cô luôn dồi dào sức khỏe, hạnh phúc và thành công trong sự nghiệp giảng dạy cao quý của mình. Chúc quý đồng nghiệp luôn mạnh khỏe, hạnh phúc và luôn thành công trong công việc và cuộc sống.

Xin chân thành cảm ơn.

Bùi Ngọc Toản

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN i
LỜI CẢM ƠN ii
MỤC LỤC iii
DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU, CÁC CHỮ VIẾT TẮT vii
DANH MỤC CÁC BẢNG ix
DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ, ĐỒ THỊ x
TÓM TẮT xii
ABSTRACT xiii
CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU 1
1.1. Đặt vấn đề nghiên cứu 1
1.2. Mục tiêu nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu 4
1.3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu 5
1.3.1. Đối tượng nghiên cứu 5
1.3.2. Phạm vi nghiên cứu 5
1.4. Phương pháp nghiên cứu 5
1.4.1. Phương pháp phân tích 5
1.4.2. Dữ liệu nghiên cứu 6
1.5. Đóng góp mới của đề tài luận án 6
1.5.1. Đóng góp mới của đề tài luận án về mặt khoa học 6
1.5.2. Đóng góp mới của đề tài luận án về mặt thực tiễn 7
1.6. Bố cục của đề tài luận án 8
Kết luận chương 1 10
CHƯƠNG 2. TỔNG QUAN LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC 11
2.1. Tổng quan lý thuyết về phát triển tài chính 11
2.1.1. Khái niệm tài chính 11
2.1.2. Khái niệm phát triển tài chính 12
2.1.3. Đo lường phát triển tài chính 14

2.2. Tổng quan lý thuyết về thị trường bất động sản 17
2.2.1. Khái niệm bất động sản 17
2.2.2. Khái niệm thị trường bất động sản.....18
2.2.3. Đo lường thị trường bất động sản 18
2.3. Lý thuyết giải thích mối quan hệ giữa phát triển tài chính và thị trường bất động sản 20
2.3.1. Lý thuyết hiệu ứng của cải 20
2.3.2. Lý thuyết hiệu ứng tín dụng.....21
2.4. Tổng quan các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và thị trường bất động sản.....22
2.4.1. Kết quả các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và thị trường bất động sản 22
2.4.2. Nhận xét về khoảng trống trong các nghiên cứu trước.....37
Kết luận chương 2.....40
CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU 41
3.1. Phương pháp tiếp cận.....41
3.2. Giả thuyết nghiên cứu và mô hình nghiên cứu 42
3.2.1. Giả thuyết nghiên cứu.....42
3.2.2. Mô hình nghiên cứu.....46
3.3. Dữ liệu nghiên cứu.....58
3.4. Phương pháp phân tích 60
Kết luận chương 3.....69
CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN.....70
4.1. Thực trạng về phát triển tài chính và thị trường bất động sản Việt Nam 70
4.1.1. Thực trạng về phát triển tài chính tại Việt Nam.....70
4.1.2. Thực trạng về thị trường bất động sản tại Việt Nam 82
4.2. Kết quả mô hình nghiên cứu.....88
4.2.1. Thống kê mô tả và phân tích tương quan.....88
4.2.2. Kiểm định tính dừng.....90

4.2.3. Kiểm định đồng liên kết *91*
4.2.4. Kết quả mô hình nghiên cứu *93*
4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu 110
4.3.1. Mối quan hệ giữa độ sâu tài chính và thị trường bất động sản *110*
4.3.2. Mối quan hệ giữa hiệu quả tài chính và thị trường bất động sản *112*
4.3.3. Mối quan hệ giữa khả năng tiếp cận tài chính và thị trường bất động .. *113*
4.3.4. Mối quan hệ giữa ổn định tài chính và thị trường bất động sản *113*
4.3.5. Vai trò của các biến kiểm soát trong mối quan hệ giữa phát triển tài chính và thị trường bất động sản *114*
Kết luận chương 4 116
CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH 118
5.1. Kết luận về những phát hiện chính của đề tài luận án 118
5.2. Hàm ý chính sách nhằm phát triển tài chính và thị trường bất động sản 120
5.2.1. Hàm ý chính sách đối với phát triển tài chính nhằm phát triển thị trường bất động sản *120*
5.2.2. Hàm ý chính sách đối với thị trường bất động sản nhằm phát triển tài .. *126*
5.2.3. Hàm ý chính sách khác *127*
5.3. Hạn chế của đề tài luận án và hướng nghiên cứu tiếp theo 130
Kết luận chương 5 132
KẾT LUẬN CHUNG 133
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO 135
PHỤ LỤC 150
Phụ lục 3.1. Danh sách các ngân hàng thương mại được sử dụng để thu thập dữ liệu bất động sản nhận thế chấp 151
Phụ lục 4.1. Kết quả thống kê mô tả các biến 152
Phụ lục 4.2. Kết quả phân tích tương quan 153
Phụ lục 4.3. Kết quả kiểm định tính dừng 154
Phụ lục 4.4. Kết quả kiểm định đồng liên kết 166
Phụ lục 4.5. Kết quả mô hình 1 170

Phụ lục 4.6. Kết quả mô hình 2a 175
Phụ lục 4.7. Kết quả mô hình 2b 178
Phụ lục 4.8. Kết quả mô hình 2c 180
Phụ lục 4.9. Kết quả mô hình 2d 182
Phụ lục 4.10. Kết quả mô hình 2e 184
Phụ lục 4.11. Kết quả mô hình 2f 186

DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU, CÁC CHỮ VIẾT TẮT

STT	Viết tắt	Tiếng Việt	Tiếng Anh
1	ARDL	Độ trễ phân phối tự hồi quy	Autoregressive distributed lag
2	BĐS	Bất động sản	Real estate
3	CPI	Chỉ số giá tiêu dùng	Consumer price index
4	DCP	Tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân	Domestic credit to the private sector
5	ECM	Mô hình hiệu chỉnh sai số	Error correction mode
6	FD	Phát triển tài chính	Financial development
7	GDP	Tổng sản phẩm quốc nội	Gross domestic product
8	GSO	Tổng cục Thống kê Việt Nam	General Statistics Office of Vietnam
9	HAI	Chỉ số khả năng mua nhà	Housing affordability index
10	IMF	Quỹ Tiền tệ quốc tế	International Monetary Fund
11	LDS	Chênh lệch lãi suất	Bank lending-deposit spread
12	NHTM	Ngân hàng thương mại	Commercial bank
13	OECD	Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế	Organization for Economic Co-operation and Development
14	REM	Tăng trưởng thị trường bất động sản	Growth of the real estate market
15	REMI	Chỉ số thị trường bất động sản	Real estate market index
16	SMA	Khả năng tiếp cận tài chính	Financial market access

17	SMC	Giá trị vốn hóa của thị trường chứng khoán	Stock market capitalization
18	SME	Hiệu quả của thị trường chứng khoán	Stock market efficiency
19	SMV	Biến động của thị trường chứng khoán	Stock market volatility
20	SSC	Ủy ban Chứng khoán nhà nước	State Securities Commission of Vietnam
21	TTBĐS	Thị trường bất động sản	Real estate market
22	TTCK	Thị trường chứng khoán	Stock market
23	VAR	Vector tự hồi quy	Vector autoregression
24	VECM	Vector hiệu chỉnh sai số	Vector error correction

DANH MỤC CÁC BẢNG

STT	Số bảng	Tên bảng	Trang
1	Bảng 3.1	Các biến trong mô hình nghiên cứu	54
2	Bảng 3.2	Giả thuyết nghiên cứu	57
3	Bảng 4.1	Tỷ lệ đô thị hóa, tốc độ đô thị hóa của Việt Nam và một số quốc gia trong khu vực (năm 2017)	85
4	Bảng 4.2	Thống kê mô tả các biến	88
5	Bảng 4.3	Kết quả phân tích tương quan	89
6	Bảng 4.4	Kết quả kiểm định tính dừng	90
7	Bảng 4.5	Kết quả kiểm định đồng liên kết	91
8	Bảng 4.6	Kết quả nghiên cứu tác động trong dài hạn của phát triển tài chính đến TTBĐS	94
9	Bảng 4.7	Kiểm định Granger (mô hình 1)	96
10	Bảng 4.8	Kết quả nghiên cứu tác động dài hạn của TTBĐS đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân	99
11	Bảng 4.9	Kiểm định Granger (mô hình 2a)	100
12	Bảng 4.10	Kiểm định Granger (mô hình 2b)	102
13	Bảng 4.11	Kiểm định Granger (mô hình 2c)	103
14	Bảng 4.12	Kiểm định Granger (mô hình 2d)	104
15	Bảng 4.13	Kiểm định Granger (mô hình 2e)	105
16	Bảng 4.14	Kết quả nghiên cứu tác động dài hạn của TTBĐS đến biến động TTCK	106
17	Bảng 4.15	Kiểm định Granger (mô hình 2f)	107
18	Bảng 4.16	Kết quả nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS	109

DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ, ĐỒ THỊ

STT	Số hình vẽ, đồ thị	Tên hình vẽ, đồ thị	Trang
1	Hình 2.1	Chỉ số đo lường phát triển tài chính	14
2	Hình 2.2	Mối quan hệ giữa phát triển tài chính (thông qua TTCK) và TTBĐS	22
3	Hình 3.1	Quy trình nghiên cứu	41
4	Hình 3.2	Mô hình nghiên cứu đề xuất	56
5	Hình 3.3	Quy mô khu vực ngân hàng, TTCK và thị trường trái phiếu tại Việt Nam (năm 2018)	59
6	Hình 3.4	Giá trị vốn hoá của TTCK Việt Nam	59
7	Hình 3.5	Lựa chọn phương pháp phân tích	62
8	Hình 4.1	Tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân và giá trị vốn hoá TTCK so với GDP	70
9	Hình 4.2	Tăng trưởng tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân	71
10	Hình 4.3	Tỷ lệ bất động sản thế chấp trung bình của các NHTM niêm yết trên TTCK	72
11	Hình 4.4	Tăng trưởng giá trị vốn hóa TTCK (HOSE)	74
12	Hình 4.5	Số lượng doanh nghiệp niêm yết trên TTCK	74
13	Hình 4.6	Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) của các NHTM	75
14	Hình 4.7	Thu nhập ngoài lãi so với tổng thu nhập của các NHTM	76
15	Hình 4.8	Lãi suất cho vay, lãi suất huy động và chênh lệch lãi suất	76
16	Hình 4.9	Hiệu quả TTCK (HOSE)	77
17	Hình 4.10	Khả năng tiếp cận tài chính của các NHTM	78

18	Hình 4.11	Khả năng tiếp cận tài chính của TTCK (HOSE)	79
19	Hình 4.12	Tỷ lệ nợ xấu so với tổng dư nợ của các NHTM	80
20	Hình 4.13	Biến động TTCK	81
21	Hình 4.14	Diễn biến TTBĐS Việt Nam	84
22	Hình 4.15	Dân số của Việt Nam	85
23	Hình 4.16	Tăng trưởng tỷ lệ hộ một người tại khu vực đô thị của Việt Nam	85
24	Hình 4.17	Kiểm định sự ổn định (mô hình 1)	95
25	Hình 4.18	Kết quả phân tích phản ứng xung của TTBĐS	97
26	Hình 4.19	Kiểm định sự ổn định (mô hình 2a)	100
27	Hình 4.20	Kết quả phân tích phản ứng xung của hiệu quả của tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân	101
28	Hình 4.21	Kết quả phân tích phản ứng xung của giá trị vốn hóa TTCK	102
29	Hình 4.22	Kết quả phân tích phản ứng xung của chênh lệch lãi suất	103
30	Hình 4.23	Kết quả phân tích phản ứng xung của hiệu quả TTCK	104
31	Hình 4.24	Kết quả phân tích phản ứng xung của khả năng tiếp cận tài chính	105
32	Hình 4.25	Kiểm định sự ổn định (mô hình 2f)	107
33	Hình 4.26	Kết quả phân tích phản ứng xung của biến động TTCK	108

TÓM TẮT

Với đề tài luận án này, tác giả tập trung nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và thị trường bất động sản (TTBĐS) Việt Nam. Đây là vấn đề nghiên cứu thú vị, còn nhiều khoảng trống cần khám phá và mang lại giá trị thiết thực đối với Việt Nam.

Dữ liệu nghiên cứu được tác giả thu thập theo quý, trong giai đoạn từ quý 3 năm 2004 đến quý 4 năm 2018. Thông qua việc sử dụng kết hợp phương pháp ARDL và VAR, kết quả nghiên cứu cho thấy:

- *Mối quan hệ giữa độ sâu tài chính và TTBĐS:* tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa độ sâu tài chính và TTBĐS trong cả ngắn hạn và dài hạn. Kết quả này phù hợp với hầu hết các bài nghiên cứu trước.

- *Mối quan hệ giữa hiệu quả tài chính và TTBĐS:* hiệu quả tài chính của khu vực ngân hàng có tác động cùng chiều đến TTBĐS trong cả ngắn hạn và dài hạn. Đây là phát hiện mới so với các bài nghiên cứu trước.

- *Mối quan hệ giữa khả năng tiếp cận tài chính và TTBĐS:* khả năng tiếp cận tài chính của thị trường chứng khoán (TTCK) có tác động cùng chiều đến TTBĐS trong cả ngắn hạn và dài hạn. Đây cũng là phát hiện mới so với các bài nghiên cứu trước.

- *Mối quan hệ giữa ổn định tài chính và TTBĐS:* trong ngắn hạn, tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa biến động của TTCK và TTBĐS. Kết quả này tương đồng với hầu hết các bài nghiên cứu trước.

Vậy, phát triển tài chính có mối quan hệ mật thiết với TTBĐS Việt Nam. Hay nói cách khác, mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS phù hợp với hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng. Tuy nhiên, mức độ tác động trong mối quan hệ này có sự khác nhau giữa các tiêu chí đại diện cho phát triển tài chính, đó là: độ sâu, hiệu quả, khả năng tiếp cận và ổn định. Ngoài ra, tác giả còn tìm thấy tác động đáng kể của các biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô đến phát triển tài chính và TTBĐS. Những phát hiện trong đề tài luận án này mang lại giá trị thiết thực và ý nghĩa đối với Việt Nam, cũng như đối với các quốc gia khác có đặc điểm tương đồng với Việt Nam.

Từ khoá: độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, ổn định tài chính, phát triển tài chính, thị trường bất động sản, tiếp cận tài chính.

ABSTRACT

In this study, I investigate the relationship between financial development and the real estate market in Vietnam. This is an interesting research problem that exists big literature gaps and brings highly practical implications for Vietnam.

The data were collected quarterly between the third quarter of 2004 and the last counterpart of 2018. By combining the ARDL and VAR approaches, the findings reveal that:

- *The relationship between financial depth and the real estate market:* there exists a positive correlation between financial depth and the real estate market in the short run and long run. This is consistent with what most of the previous studies have found.

- *The relationship between financial efficiency and the real estate market:* financial efficiency of the banking sector exerts a positive impact on the real estate market in the short run and long run. This is an unprecedented finding.

- *The relationship between financial access and the real estate market:* financial access of the stock market is positively correlated to the real estate market in the short run and long run, which is also another unprecedented finding of this study.

- *The relationship between financial stability and the real estate market:* fluctuations in the stock market positively affect the real estate market in the short run. This finding is in line with those of most of earlier research.

Therefore, financial development is closely associated with Vietnam's real estate market. In other words, this relationship is suitable with wealth effect and credit effect. However, the degree of the impact varies among the indicators of financial development which are its depth, efficiency, access, and stability. Besides, the study confirms the significant impact of macroeconomic factors on financial development and the real estate market. These results bring a practical and meaningful value to Vietnam as well as other countries with similar characteristics.

Keywords: financial access, financial depth, financial development, financial efficiency, real estate market.

CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU

Trong chương đầu tiên, tác giả tập trung giới thiệu về đề tài luận án. Trên cơ sở các vấn đề phát sinh trong thực tiễn và khoảng trống trong các nghiên cứu trước, tác giả sẽ giới thiệu và làm rõ mục tiêu nghiên cứu. Nội dung của chương 1 bao gồm 6 phần: (1) Đặt vấn đề nghiên cứu; (2) Mục tiêu nghiên cứu; (3) Đối tượng và phạm vi nghiên cứu; (4) Phương pháp nghiên cứu; (5) Đóng góp mới của đề tài luận án; (6) Bố cục của đề tài luận án.

1.1. Đặt vấn đề nghiên cứu

Ở các quốc gia có mức độ phát triển tài chính cao, với sự phát triển hiệu quả của khu vực ngân hàng và TTCK, các dịch vụ tài chính sẽ tốt hơn so với các quốc gia có mức độ phát triển tài chính còn hạn chế (King & Levine, 1993; Bencivenga & các cộng sự, 1995; Esso, 2010). Do vậy, ở các quốc gia có mức độ phát triển tài chính cao, nguồn vốn có thể được tiếp cận từ TTCK và khu vực ngân hàng (bao gồm cả thế chấp bất động sản để vay vốn). Trong khi đó, ở các quốc gia có mức độ phát triển tài chính kém, việc tiếp cận vốn từ khu vực ngân hàng thông qua thế chấp bất động sản là chủ yếu, điều này cũng góp phần làm giảm sự không hoàn hảo của thị trường tài chính (Lim, 2018). Do vậy, bất động sản có mối quan hệ mật thiết với phát triển tài chính, đặc biệt là ở các quốc gia có mức độ phát triển tài chính còn hạn chế.

Việc phân tán thu nhập trên toàn cầu có thể được giải thích thông qua mức độ phát triển tài chính giữa các quốc gia (Buera & các cộng sự, 2011; Buera & Shin, 2013). Khi khu vực ngân hàng và TTCK hoạt động hiệu quả, các hộ gia đình và doanh nghiệp có nhiều điều kiện thuận lợi để gia tăng của cải, qua đó sẽ kích thích tiêu dùng và đầu tư. Trong khi đó, bất động sản vừa được xem là hàng hóa tiêu dùng, vừa là sự đầu tư (Kapopoulos & Siokis, 2005). Do vậy, phát triển tài chính có thể kéo theo sự gia tăng giá bất động sản, thậm chí có thể hình thành hiện tượng bong bóng trên TTBĐS (Lim, 2018). Tác động của phát triển tài chính đến TTBĐS có thể được giải thích thông qua hiệu ứng của cải (wealth effect). Lý thuyết hiệu ứng của cải được hình thành dựa trên

cơ sở nghiên cứu của Ando và Modigliani (1963), sau đó được phát triển bởi Yoshikawa và Ohtaka (1989) và Skinner (1999). Gần đây, hiệu ứng này đã được quan tâm nhiều trong các nghiên cứu thực nghiệm, đặc biệt là ở các quốc gia phát triển, chẳng hạn như nghiên cứu của Gimeno và Martínez-Carrascal (2010), Che và các cộng sự (2011), Bahmani-Oskooee và Ghodsi (2018), Lim (2018). Hầu hết các nghiên cứu trước đều cho rằng phát triển tài chính có thể thúc đẩy TTBĐS phát triển theo. Tuy nhiên, khi lượng vốn vào TTBĐS gia tăng quá mức và không được kiểm soát tốt, có thể dẫn đến hiện tượng bong bóng trên TTBĐS, làm cho TTBĐS có nguy cơ xuất hiện khủng hoảng và giảm sút mạnh trong tương lai. Vậy, phát triển tài chính có thể tác động đáng kể đến TTBĐS.

Tác động của TTBĐS đến phát triển tài chính có thể được giải thích thông qua hiệu ứng tín dụng (credit effect). Hiệu ứng này cho rằng, khi TTBĐS phát triển, những người nắm giữ bất động sản sẽ trở nên có lợi hơn. Bởi vì, giá trị tài sản gia tăng giúp họ có thể dễ dàng tiếp cận nguồn vốn vay thông qua thế chấp bất động sản, dẫn đến lượng tín dụng do khu vực ngân hàng cung cấp gia tăng. Khi đó, những doanh nghiệp nắm giữ bất động sản cũng cải thiện được khả năng tiếp cận vốn để mở rộng đầu tư, làm cho giá cổ phiếu của doanh nghiệp trên TTCK thay đổi. Không chỉ vậy, các nhà đầu tư cũng có nhiều điều kiện thuận lợi để nâng cao khả năng tiếp cận vốn, gia tăng thu nhập và mở rộng đầu tư vào TTCK, điều này sẽ làm cho TTCK phát triển theo. Tuy nhiên, khi xuất hiện khủng hoảng trên TTBĐS, sẽ gây ra những tác động lớn đến phát triển tài chính, cuộc khủng hoảng tài chính tại Hoa Kỳ xuất hiện vào năm 2007 là minh chứng rất rõ về tác động này (Bahmani-Oskooee & Ghodsi, 2018). Vậy, TTBĐS có tác động đáng kể đến phát triển tài chính, tác động này có thể được giải thích thông qua hiệu ứng tín dụng. Hiệu ứng này đã được đề cập từ khá lâu trong các nghiên cứu của Ghosh và các cộng sự (1997) và Liow (1999), hoặc trong một số nghiên cứu gần đây của Anundsen và Jansen (2013), Bahmani-Oskooee và Ghodsi (2018).

Nhìn chung, phát triển tài chính và TTBĐS có thể tồn tại mối quan hệ hai chiều. Khi đó, hiệu ứng của cải đi kèm với hiệu ứng tín dụng sẽ tương tác với nhau và tạo ra hiệu ứng chu kỳ tín dụng (credit cycle effect) (Petrova, 2010). Kể từ khi xuất hiện cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu vào năm 2007, các nhà nghiên cứu và nhà hoạch định chính sách đã chú ý hơn đến mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS (Tsai,

2015; Zhang & các cộng sự, 2016). Tuy nhiên, mối quan hệ này vẫn còn nhiều quan điểm tranh luận khác nhau (Su, 2011; Su & các cộng sự, 2011), đặc biệt là về cách đo lường phát triển tài chính và mức độ tác động trong mối quan hệ này.

Việt Nam là quốc gia đang phát triển, với TTCK còn khá non trẻ (chính thức đi vào hoạt động từ ngày 28/7/2000), khu vực ngân hàng vẫn giữ vai trò nòng cốt trong việc cung ứng nguồn vốn tín dụng (Batten & Vo, 2016). Do vậy, phát triển tài chính ở nước ta còn nhiều hạn chế và việc tiếp cận vốn từ khu vực ngân hàng thông qua thế chấp bất động sản vẫn chiếm chủ yếu. Đối với TTBĐS, đây cũng là một thị trường còn tương đối non trẻ nhưng đã có những bước phát triển nhanh chóng, thậm chí đã tăng trưởng quá mức, tạo thành hiện tượng bong bong bất động sản vào năm 2007 và nửa đầu năm 2008. Thật vậy, giá bất động sản trong giai đoạn này đã tăng trưởng mạnh mẽ ở mức 200% so với giai đoạn trước năm 2007 (Jehan & Luong, 2010). Nguyên nhân chính của việc giá bất động sản tăng cao có thể kể đến là do sự gia tăng trong nguồn vốn cung ứng từ hệ thống tài chính vào TTBĐS. Tuy nhiên, ngay sau đó, TTBĐS Việt Nam đã giảm mạnh do những khó khăn từ nền kinh tế và sự phát triển thiếu bền vững của TTBĐS. Sự suy giảm của TTBĐS kéo dài đến giữa năm 2012 và đã gây ra những tác động đáng kể đến khu vực ngân hàng và TTCK. Gần đây, kinh tế thế giới và trong nước đã phục hồi, phát triển tài chính cũng được cải thiện đáng kể, điều này đã thúc đẩy TTBĐS tăng trưởng trở lại. Từ đó ta thấy, có thể tồn tại mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS. Tuy nhiên, theo tìm hiểu của tác giả thì chưa có nghiên cứu thực nghiệm nào tại Việt Nam về vấn đề này. Do vậy, mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam là vấn đề nghiên cứu thú vị và cấp thiết.

Nhận thấy được những hạn chế trên trong các nghiên cứu trước và đây cũng là một vấn đề cấp thiết cả về lý luận cũng như thực tiễn, nên tác giả chọn đề tài luận án "**Mối quan hệ giữa phát triển tài chính và thị trường bất động sản Việt Nam**" để nghiên cứu. Với đề tài luận án này, tác giả sẽ hoàn thiện khung lý thuyết về phát triển tài chính, TTBĐS, mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS. Đồng thời, tác giả sẽ kế thừa kết quả của các bài nghiên cứu trước và tình hình thực tiễn để xây dựng, kiểm định mô hình nghiên cứu về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Dựa trên kết quả nghiên cứu có được, tác giả sẽ đề xuất các hàm ý chính sách nhằm thúc đẩy phát triển tài chính gắn với TTBĐS Việt Nam.

1.2. Mục tiêu nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu

Tác giả thực hiện đề tài luận án này với mục tiêu tổng quát là nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Đây sẽ là bằng chứng thực nghiệm quan trọng để tác giả có cơ sở đề xuất các hàm ý chính sách nhằm thúc đẩy phát triển tài chính gắn với TTBĐS Việt Nam.

Phát triển tài chính được tập trung chủ yếu ở sự cải thiện về độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính, ổn định tài chính của khu vực ngân hàng và TTCK. Cách đo lường này có ưu điểm khi thể hiện được bản chất đa chiều theo các góc độ khác nhau của phát triển tài chính. Do vậy, để thực hiện được mục tiêu nghiên cứu tổng quát nói trên, tác giả sẽ tiến hành thực hiện các mục tiêu nghiên cứu cụ thể như sau:

- Nghiên cứu mối quan hệ giữa độ sâu tài chính và TTBĐS Việt Nam.
- Nghiên cứu mối quan hệ giữa hiệu quả tài chính và TTBĐS Việt Nam.
- Nghiên cứu mối quan hệ giữa khả năng tiếp cận tài chính và TTBĐS Việt Nam.
- Nghiên cứu mối quan hệ giữa ổn định tài chính và TTBĐS Việt Nam.

Các mối quan hệ này được tác giả xem xét trong cả ngắn hạn và dài hạn. Qua đó, tác giả sẽ xác định được mối quan hệ giữa phát triển tài chính (theo bốn góc độ khác nhau) và TTBĐS Việt Nam, cụ thể là có tồn tại mối quan hệ này hay không? Nếu có thì mối quan hệ này là một chiều hay hai chiều, tồn tại trong ngắn hạn hay dài hạn?

Sau khi thực hiện được các mục tiêu nghiên cứu nêu trên, tác giả sẽ tiến hành đề xuất các hàm ý chính sách nhằm thúc đẩy phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Các hàm ý chính sách được tác giả xác định dựa trên cơ sở kết quả sau khi thực hiện các mục tiêu nghiên cứu đã đề ra.

Để đạt được các mục tiêu nghiên cứu trên, tác giả tiến hành trả lời lần lượt các câu hỏi nghiên cứu sau:

(1) Mối quan hệ giữa độ sâu tài chính và TTBĐS Việt Nam là như thế nào? Mối quan hệ này có được thể hiện trong cả ngắn hạn và dài hạn hay không?

(2) Mối quan hệ giữa hiệu quả tài chính và TTBĐS Việt Nam là như thế nào? Mối quan hệ này có được thể hiện trong cả ngắn hạn và dài hạn hay không?

(3) Mối quan hệ giữa khả năng tiếp cận tài chính và TTBĐS Việt Nam là như thế nào? Mối quan hệ này có được thể hiện trong cả ngắn hạn và dài hạn hay không?

(4) Mối quan hệ giữa ổn định tài chính và TTBĐS Việt Nam là như thế nào? Mối quan hệ này có được thể hiện trong cả ngắn hạn và dài hạn hay không?

(5) Làm sao để thúc đẩy phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam?

1.3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

1.3.1. Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của đề tài luận án là mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS.

1.3.2. Phạm vi nghiên cứu

Với đề tài luận án này, tác giả sẽ tập trung nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS tại Việt Nam. Trong đó, phát triển tài chính được giới hạn thông qua sự cải thiện về độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính, ổn định tài chính của khu vực ngân hàng (cụ thể là các ngân hàng thương mại) và TTCK. Hay nói cách khác, phát triển tài chính thông qua sự cải thiện của các tổ chức tài chính khác (như công ty tài chính, công ty bảo hiểm,…) và các thành phần khác của thị trường tài chính (như thị trường trái phiếu, thị trường ngoại hối,…) không thuộc phạm vi của đề tài luận án này.

Với đặc thù dữ liệu theo quý của Việt Nam còn nhiều hạn chế, do đó sự cải thiện về khả năng tiếp cận tài chính và ổn định tài chính được giới hạn đo lường chủ yếu thông qua TTCK. Điều này có nghĩa rằng khả năng tiếp cận tài chính và ổn định tài chính của khu vực ngân hàng sẽ không được xem xét trong mô hình nghiên cứu.

Bên cạnh đó, TTBĐS Việt Nam chính thức được hình thành kể từ khi có Luật Đất đai năm 2003 (có hiệu lực thi hành từ ngày 01 tháng 7 năm 2004). Do vậy, khoảng thời gian phân tích được giới hạn từ quý 3 năm 2004 đến quý 4 năm 2018.

1.4. Phương pháp nghiên cứu

1.4.1. Phương pháp phân tích

Để đạt được mục tiêu nghiên cứu đề ra, tác giả sử dụng kết hợp phương pháp phân tích định tính và định lượng, cụ thể:

- **Phương pháp phân tích định tính:** tác giả sử dụng phương pháp phân tích tổng hợp, so sánh, kết hợp với việc sử dụng các bảng và đồ thị nhằm làm rõ mục tiêu

nghiên cứu. Trong đề tài luận án này, phương pháp phân tích định tính có vai trò quan trọng trong việc hoàn thiện khung lý thuyết và làm rõ thực trạng về vấn đề nghiên cứu.

- **Phương pháp phân tích định lượng:** dữ liệu nghiên cứu được tác giả thu thập theo quý, dưới dạng chuỗi thời gian. Tùy theo đặc tính của bộ dữ liệu, tác giả sẽ kiểm định sự tác động giữa các chuỗi dữ liệu theo phương pháp vector tự hồi quy (VAR), vector hiệu chỉnh sai số (VECM), hoặc độ trễ phân phối tự hồi quy (ARDL). Với đề tài luận án này, tác giả sẽ sử dụng kết hợp phương pháp phân tích định lượng và phương pháp phân tích định tính nhằm thực hiện một cách hiệu quả các mục tiêu nghiên cứu đã đề ra.

1.4.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được tác giả thu thập dưới dạng chuỗi thời gian (theo quý), từ quý 3 năm 2004 đến quý 4 năm 2018. Từ nguồn của Tổng cục Thống kê Việt Nam (GSO), tác giả thu thập dữ liệu tăng trưởng của TTBĐS và dữ liệu các biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô (tăng trưởng kinh tế và chỉ số giá tiêu dùng). Dữ liệu về phát triển tài chính của khu vực ngân hàng được tác giả thu thập từ nguồn của IFS (IMF – Quỹ Tiền tệ quốc tế). Dữ liệu về phát triển tài chính của TTCK được tác giả thu thập từ nguồn của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC). Ngoài ra, tác giả còn sử dụng thêm dữ liệu của World Bank, báo cáo thường niên của Ngân hàng Nhà nước và báo cáo tài chính của các NHTM để phân tích thực trạng, qua đó sẽ làm rõ hơn vấn đề nghiên cứu.

1.5. Đóng góp mới của đề tài luận án

1.5.1. Đóng góp mới của đề tài luận án về mặt khoa học

Đề tài luận án được thực hiện dựa trên cơ sở lý luận, kế thừa kết quả của các công trình nghiên cứu trước có liên quan và tình hình thực tiễn về vấn đề nghiên cứu nên đảm bảo tính khoa học. Với đề tài luận án này, tác giả kỳ vọng sẽ đóng góp về mặt khoa học thông qua việc hoàn thiện khung lý thuyết về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS. Ngoài ra, dựa vào những mục tiêu nghiên cứu đã nêu ở trên, tác giả kỳ vọng đề tài luận án sẽ đóng góp nhiều vấn đề mới có ý nghĩa khoa học như:

- Tác giả sẽ lược khảo một cách hệ thống, đầy đủ và chi tiết về các nghiên cứu trước có liên quan đến chủ đề nghiên cứu của đề tài luận án. Dựa trên cơ sở này, tác giả sẽ tiến hành xác định khoảng trống trong các nghiên cứu trước và tiến hành thực hiện

nghiên cứu để lấp đầy khoảng trống này. Do vậy, đề tài luận án này có thể trở thành một tài liệu tham khảo có giá trị cho các nghiên cứu sau này.

- Mục tiêu tổng quát của đề tài luận án là nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS. Trong đó, phát triển tài chính được đo lường thông qua sự cải thiện về độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính, ổn định tài chính của khu vực ngân hàng và TTCK. Cách đo lường này có ưu điểm lớn khi phản ánh được bản chất đa chiều theo các góc độ khác nhau của phát triển tài chính. Có thể nói rằng, đây là điểm mới của đề tài luận án này so với các nghiên cứu trước. Bởi vì, hầu hết các nghiên cứu trước chỉ xem xét phát triển tài chính thông qua độ sâu tài chính của khu vực ngân hàng và TTCK, ngoài ra tồn tại một số nghiên cứu xem xét phát triển tài chính thông qua ổn định tài chính của TTCK.

- Với đề tài luận án này, tác giả sẽ làm rõ cơ chế tác động trong mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS. Mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS có thể được giải thích thông qua lý thuyết hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng. Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu trước chỉ dừng lại ở việc kiểm định mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS, tồn tại rất ít nghiên cứu vận dụng lý thuyết hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng vào việc giải thích mối quan hệ này. Nhìn chung, trong các nghiên cứu trước, vấn đề giải thích cơ chế tác động trong mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS còn khá hạn chế.

1.5.2. Đóng góp mới của đề tài luận án về mặt thực tiễn

Ngoài việc đảm bảo tính khoa học, đề tài luận án còn đảm bảo sự phù hợp với thực tiễn, mang lại giá trị thiết thực và ý nghĩa tại Việt Nam. Với đề tài luận án này, tác giả kỳ vọng sẽ mang lại giá trị thiết thực và ý nghĩa thông qua việc đào sâu những vấn đề còn tản mạn, giải quyết những khoảng trống còn tồn tại trong các bài nghiên cứu trước, cụ thể như sau:

- Đề tài luận án là bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Tại Việt Nam, phát triển tài chính còn nhiều hạn chế. Đối với TTBĐS Việt Nam, đây là thị trường còn khá non trẻ và đang phát triển. Mặt khác, tại Việt Nam, còn thiếu vắng các nghiên cứu thực nghiệm về những vấn đề này, đặc biệt là nghiên cứu về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS. Trong khi đó, đây là một vấn đề cấp thiết cả về lý luận cũng như thực tiễn. Do vậy, đề tài luận án được kỳ

vọng sẽ tạo ra bằng chứng thực nghiệm có giá trị thiết thực và ý nghĩa đối với Việt Nam về vấn đề này.

- Đề tài luận án sẽ mang lại giá trị thiết thực và ý nghĩa không chỉ đối với Việt Nam, mà còn đối với các quốc gia khác trên thế giới, đặc biệt là các quốc gia có đặc điểm tương đồng với Việt Nam. Kết quả lược khảo các nghiên cứu trước cho thấy, hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS tập trung chủ yếu ở các quốc gia phát triển, tồn tại rất ít nghiên cứu thực nghiệm về vấn đề này ở các quốc gia đang phát triển như Việt Nam. Trong khi đó, sự phát triển của khu vực ngân hàng, TTCK và TTBĐS tại các quốc gia đang phát triển thuộc khu vực Châu Á đã thu hút được sự chú ý của nhiều nhà đầu tư lớn (Lin & Lin, 2011). Do vậy, đề tài luận án này sẽ mang lại giá trị thiết thực và ý nghĩa đối với Việt Nam, cũng như đối với các quốc gia khác có đặc điểm tương đồng với Việt Nam.

- Với đề tài luận án này, tác giả sẽ tập trung đề xuất các hàm ý chính sách nhằm thúc đẩy phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam, trong đó đặc biệt coi trọng đến các hàm ý chính sách phù hợp với bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế tại Việt Nam. Thực tế cho thấy, chính sách phát triển tài chính và TTBĐS tại Việt Nam còn nhiều điểm hạn chế, chưa thay đổi kịp với đà tăng trưởng và tình hình thực tế trên thế giới. Do đó, các hàm ý chính sách phù hợp nhằm thúc đẩy phát triển tài chính gắn với TTBĐS là điều rất cần thiết đối với Việt Nam. Ngoài ra, đề tài luận án có thể được dùng làm tài liệu tham khảo cho các nhà hoạch định chính sách và nhà nghiên cứu về vấn đề này.

1.6. Bố cục của đề tài luận án

Để đạt được mục tiêu nghiên cứu đề ra, nội dung của đề tài luận án được trình bày thành 5 chương, gồm:

Chương 1. Giới thiệu nghiên cứu

Chương 1 tập trung giới thiệu về đề tài luận án. Trên cơ sở các vấn đề phát sinh trong thực tiễn và khoảng trống trong các nghiên cứu trước, chương này sẽ giới thiệu và làm rõ mục tiêu nghiên cứu. Đồng thời, chương 1 cũng làm rõ những đóng góp mới của đề tài luận án về mặt khoa học và thực tiễn.

Chương 2. Tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu trước

Chương 2 trình bày tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS. Dựa trên cơ sở kết quả lược khảo các nghiên cứu

trước có liên quan đến đề tài luận án, tác giả sẽ xác định khoảng trống trong các nghiên cứu trước. Đây là cơ sở quan trọng để tác giả thực hiện các nội dung tiếp theo của đề tài luận án.

Chương 3. Phương pháp nghiên cứu

Chương 3 trình bày phương pháp nghiên cứu của đề tài luận án, bao gồm: (1) Phương pháp tiếp cận; (2) Giả thuyết nghiên cứu và mô hình nghiên cứu; (3) Phương pháp thu thập dữ liệu; (4) Phương pháp phân tích.

Chương 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Chương 4 phân tích mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Nội dung của chương này bao gồm các phần: (1) Thực trạng về phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam; (2) Kết quả nghiên cứu; (3) Thảo luận kết quả nghiên cứu.

Chương 5. Kết luận và hàm ý chính sách

Dựa trên kết quả nghiên cứu, chương 5 sẽ đưa ra kết luận về những phát hiện chính của đề tài luận án. Đồng thời, chương này sẽ đề xuất các hàm ý chính sách nhằm thúc đẩy phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Tiếp theo, chương 5 sẽ trình bày một số hạn chế còn gặp phải của đề tài luận án và hướng nghiên cứu tiếp theo.

Kết luận chương 1

Trong chương đầu tiên, tác giả đã giới thiệu tổng quan về đề tài luận án. Trên cơ sở các vấn đề phát sinh trong thực tiễn, kết hợp với cơ sở lý luận để làm rõ lĩnh vực mà đề tài luận án nghiên cứu. Tác giả đã xác định được mục tiêu tổng quát là nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Trên cơ sở này, tác giả đã xác định được các mục tiêu cụ thể, đối tượng và phạm vi nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, đóng góp mới của đề tài luận án và bố cục của đề tài luận án. Đây là cơ sở để tác giả triển khai nội dung chi tiết ở các chương tiếp theo.

CHƯƠNG 2. TỔNG QUAN LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC

Chương 2 trình bày tổng quan lý thuyết, các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS. Các nội dung chủ yếu của chương 2 gồm: (1) Tổng quan lý thuyết về phát triển tài chính; (2) Tổng quan lý thuyết về TTBĐS; (3) Lý thuyết giải thích mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS; (4) Các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS.

2.1. Tổng quan lý thuyết về phát triển tài chính

2.1.1. Khái niệm tài chính

Tài chính là sự vận động của các nguồn lực tài chính, sự vận động của vốn tiền tệ và là quỹ tiền tệ của những chủ thể trong xã hội (Gitman, 1997). Qua đó, có thể hiểu tài chính là hệ thống các quan hệ kinh tế trong phân phối tổng sản phẩm xã hội dưới hình thức giá trị giữa các chủ thể kinh tế thông qua việc tạo lập và sử dụng các quỹ tiền tệ. Tài chính thường được biểu hiện liên quan tới ba khu vực cơ bản là nhà nước, doanh nghiệp và hộ gia đình. Các nguồn lực tài chính biểu hiện dưới dạng tiền tệ trong nền kinh tế, được hình thành và vận động trên thị trường tài chính. Với một quan điểm khác, Fabozzi và Drake (2009) cho rằng tài chính là việc áp dụng các nguyên tắc kinh tế cho việc ra quyết định liên quan đến phân bổ các nguồn lực tài chính trong điều kiện không chắc chắn. Vậy, tài chính có thể được hiểu là sự vận động của vốn tiền tệ. Tài chính phản ánh đa dạng các mối quan hệ trong nền kinh tế nảy sinh trong quá trình phân phối các nguồn lực tài chính thông qua việc tạo lập, sử dụng các quỹ tiền tệ với mục đích đáp ứng nhu cầu khác nhau của các chủ thể trong xã hội.

Tập hợp các mối quan hệ cung cầu về vốn, nhằm dịch chuyển vốn từ nơi cung cấp vốn đến nơi có nhu cầu về vốn được thể hiện thông qua hệ thống tài chính (Mankiw, 2011). Vốn có thể được chuyển trực tiếp bằng việc sử dụng các công cụ tài chính và thông qua thị trường tài chính, hoặc gián tiếp thông qua các tổ chức tài chính. Do đó, hệ thống tài chính bao gồm hai bộ phận quan trọng là tổ chức tài chính và thị trường tài

chính. Ngoài ra, hệ thống tài chính còn bao gồm cơ sở hạ tầng tài chính (financial infrastructure) (Khanna & các cộng sự, 1992).

- Tổ chức tài chính là tổ chức có chức năng cung cấp các dịch vụ tài chính. Qua đó, tổ chức tài chính đóng vai trò trung gian giữa bên cung cấp vốn và bên có nhu cầu về vốn. Các tổ chức tài chính quan trọng trong hệ thống tài chính có thể kể đến là ngân hàng, công ty tài chính, công ty bảo hiểm.

- Thị trường tài chính là thị trường mà ở đó diễn ra các hoạt động trao đổi, mua bán các công cụ tài chính. Qua đó, bên cung cấp vốn có thể cung cấp vốn trực tiếp cho bên có nhu cầu về vốn. Công cụ tài chính được mua bán, trao đổi trên thị trường tài chính với nhiều loại và hình thức đa dạng, bao gồm các loại cơ bản như chứng khoán vốn, chứng khoán nợ, chứng khoán phái sinh. Xét theo kỳ hạn, thị trường tài chính có thể được chia thành thị trường tiền tệ (ngắn hạn) và thị trường vốn (trung và dài hạn). Các thị trường tài chính quan trọng trong hệ thống tài chính có thể kể đến là thị trường cổ phiếu và thị trường trái phiếu.

- Đối với cơ sở hạ tầng tài chính, đây là yếu tố bổ trợ giúp cho quá trình vận hành của tổ chức tài chính và thị trường tài chính hiệu quả hơn. Các thành phần quan trọng của cơ sở hạ tầng tài chính có thể kể đến là các quy định, hệ thống pháp luật, hệ thống thanh toán.

Hiện nay, hệ thống tài chính không phân biệt ranh giới địa lý hay chính trị, mà được toàn cầu hoá trong việc luân chuyển nguồn vốn. Do đó, sự phát triển của hệ thống tài chính đóng vai trò quan trọng đối với nền kinh tế.

2.1.2. Khái niệm phát triển tài chính

Hiện tại, trên thế giới đang tồn tại nhiều khái niệm và cách hiểu khác nhau về phát triển tài chính (financial development). Dưới đây là các khái niệm về phát triển tài chính thường được sử dụng:

- Thứ nhất, một trong những nền tảng của khái niệm phát triển tài chính là khái niệm áp chế tài chính (financial repression), khái niệm này được đưa ra lần đầu bởi Shaw (1973) và McKinnon (1973). Áp chế tài chính cho rằng chính phủ sẽ sử dụng các chính sách đối với hệ thống tài chính (thông qua lãi suất, dự trữ bắt buộc, kiểm soát tín dụng,…) nhằm tác động đến nền kinh tế, tuy nhiên điều này có thể sẽ làm chậm phát

triển tài chính, áp chế tài chính thường được thể hiện rõ ở các quốc gia đang phát triển. Áp chế tài chính có thể dẫn đến hệ quả là hệ thống tài chính không thể phát triển theo chiều sâu, đầu tư trong nền kinh tế sẽ tập trung vào một số dạng tài sản như vàng và bất động sản. Ngược lại, phát triển tài chính (giảm bớt sự can thiệp của chính phủ) có thể kích thích đầu tư và thúc đẩy nền kinh tế tăng trưởng.

- Thứ hai, phát triển tài chính thể hiện sự cải thiện về chất lượng đối với năm chức năng của hệ thống tài chính, bao gồm: (i) Tạo ra, xử lý thông tin về các cơ hội đầu tư tiềm năng và phân bổ vốn dựa trên các đánh giá; (ii) Giám sát các khoản đầu tư và thực hiện quản trị doanh nghiệp sau khi cung cấp tài chính; (iii) Tạo thuận lợi cho việc mua bán, đa dạng hóa và quản lý rủi ro; (iv) Huy động vốn và tiết kiệm; (v) Tạo thuận lợi cho quá trình trao đổi hàng hóa, dịch vụ. Khái niệm này được đưa ra trong nghiên cứu của Levine (2005). Theo đó, sự cải thiện về chất lượng đối với các chức năng của hệ thống tài chính có thể đại diện cho phát triển tài chính.

- Thứ ba, phát triển tài chính hàm ý sự cải thiện về quy mô, hiệu quả của các tổ chức tài chính (ngân hàng, công ty tài chính, công ty bảo hiểm,…) và thị trường tài chính (Zaman & các cộng sự, 2012).

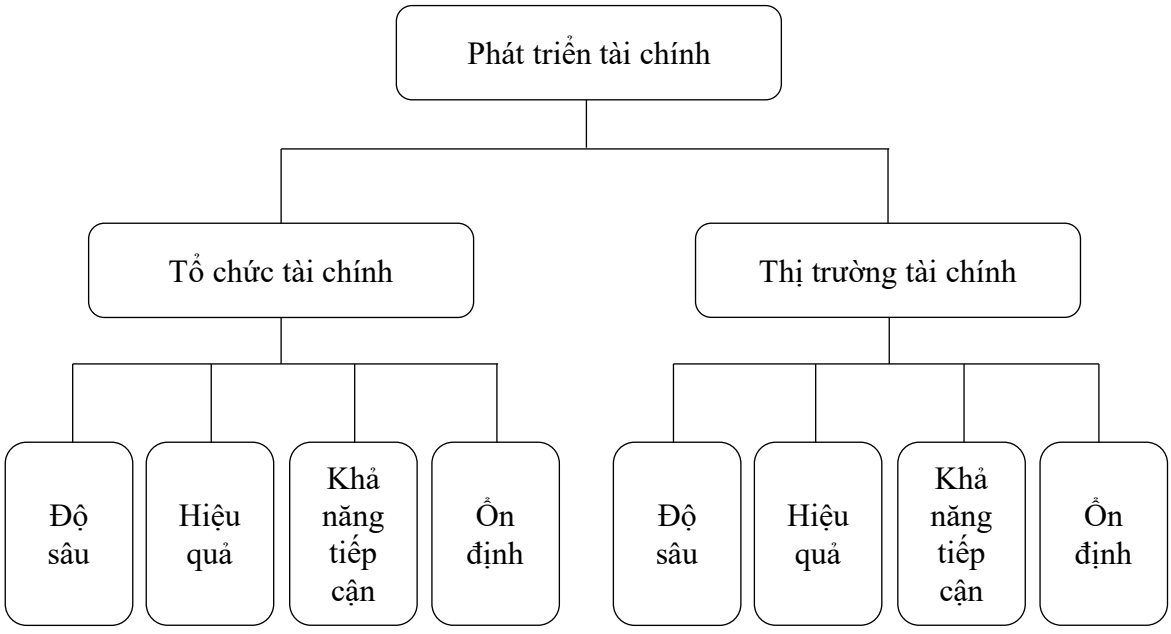
- Thứ tư, phát triển tài chính có thể hiểu là một phần của phát triển khu vực tư nhân nhằm kích thích nền kinh tế tăng trưởng và giảm nghèo. Phát triển tài chính bao gồm sự phát triển các tổ chức tài chính và thị trường tài chính nhằm làm giảm bớt các chi phí giao dịch. Do đó, phát triển tài chính là sự kết hợp về phát triển theo độ sâu, khả năng tiếp cận, hiệu quả của các tổ chức tài chính và thị trường tài chính (Svirydzenka, 2016).

- Thứ năm, phát triển tài chính thể hiện sự cải thiện về độ sâu, hiệu quả, khả năng tiếp cận, gia tăng sự ổn định của các tổ chức tài chính và thị trường tài chính. Khái niệm này được đưa ra trong nghiên cứu của Olgu và các cộng sự (2014), đồng thời cũng phù hợp với quan điểm của World Bank. Theo đó, ngoài việc đề cập đến độ sâu, hiệu quả và khả năng tiếp cận, phát triển tài chính còn được thể hiện thông qua sự ổn định của các tổ chức tài chính và thị trường tài chính.

Như vậy, từ những khái niệm ở trên, chúng ta có thể hiểu phát triển tài chính là sự cải thiện về độ sâu, hiệu quả, khả năng tiếp cận, ổn định của các tổ chức tài chính và thị trường tài chính.

2.1.3. Đo lường phát triển tài chính

Hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm thường đo lường phát triển tài chính thông qua chỉ số tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân / GDP) và giá trị vốn hóa TTCK (giá trị vốn hóa TTCK / GDP), đây là hai chỉ số phản ánh về độ sâu tài chính. Có thể nói rằng, các chỉ số này chưa tính đến bản chất đa chiều phức tạp của phát triển tài chính (Svirydzenka, 2016). Bởi vì, ngoài độ sâu tài chính, phát triển tài chính còn được thể hiện thông qua khả năng tiếp cận tài chính, hiệu quả tài chính và ổn định tài chính. Nhìn chung, xét một cách tổng quát, phát triển tài chính được đo lường thông qua độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính, ổn định tài chính của các tổ chức tài chính và thị trường tài chính (Hình 2.1). Cách đo lường này cũng được IMF và World Bank sử dụng để xác định bộ chỉ số phát triển tài chính. Trong đó, IMF đo lường phát triển tài chính thông qua độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính của các tổ chức tài chính và thị trường tài chính. Ngoài ra, World Bank đã công bố dữ liệu về phát triển tài chính của 214 nền kinh tế trên thế giới trong giai đoạn 1960-2017 với 109 chỉ số. Với bộ chỉ số này, World Bank nhấn mạnh vai trò của ổn định tài chính khi đo lường phát triển tài chính. Theo đó, sự bất ổn của hệ thống tài chính có thể tác động đến các thị trường khác và thậm chí là các quốc gia khác.



Nguồn: Svirydzenka (2016).

Hình 2.1. Chỉ số đo lường phát triển tài chính

- **Độ sâu tài chính:**

Độ sâu tài chính phản ánh quy mô của các tổ chức tài chính và thị trường tài chính so với nền kinh tế. Độ sâu tài chính càng lớn cho thấy khả năng của các tổ chức tài chính và thị trường tài chính trong việc đáp ứng nhu cầu vốn của nền kinh tế càng cao.

+ *Độ sâu tài chính của các tổ chức tài chính:* độ sâu tài chính của các tổ chức tài chính thường được đo lường thông qua chỉ số tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân so với GDP. Chỉ số này cho biết quy mô tín dụng nội địa mà các tổ chức tài chính cung ứng cho khu vực tư nhân (hộ gia đình và tổ chức phi tài chính) nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư và tiêu dùng trong nền kinh tế. Các tổ chức tài chính tập trung chủ yếu ở khu vực ngân hàng.

+ *Độ sâu tài chính của thị trường tài chính:* độ sâu tài chính của thị trường tài chính thường được đo lường thông qua chỉ số giá trị vốn hóa TTCK so với GDP. Chỉ số này cho thấy quy mô của TTCK so với nền kinh tế, trong đó TTCK được sử dụng để đại diện cho thị trường tài chính. Ngoài ra, độ sâu tài chính của thị trường tài chính cũng được đo lường thông qua một số chỉ số khác, chẳng hạn như: giá trị cổ phiếu giao dịch so với GDP, tổng giá trị trái phiếu chính phủ phát hành trên thị trường quốc tế so với GDP, tổng giá trị trái phiếu của doanh nghiệp tài chính so với GDP, tổng giá trị trái phiếu của doanh nghiệp phi tài chính so với GDP. Nhìn chung, các chỉ số này đều cho biết quy mô của thị trường tài chính so với nền kinh tế.

- **Hiệu quả tài chính:**

Hiệu quả tài chính cho thấy sự gia tăng về hiệu quả (dưới góc độ tài chính) của các tổ chức tài chính và thị trường tài chính.

+ *Hiệu quả tài chính của các tổ chức tài chính:* hiệu quả tài chính của các tổ chức tài chính thường được đo lường thông qua mức chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động. Ngoài ra, hiệu quả tài chính của các tổ chức tài chính cũng được đo lường thông qua một số chỉ số khác như: thu nhập lãi cận biên (NIM), thu nhập ngoài lãi so với tổng thu nhập, chi phí so với tổng tài sản, tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA), tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE). Khi xác định hiệu quả tài chính, các tổ chức tài chính thường được đo lường cụ thể thông qua khu vực ngân hàng. Theo đó, khi hiệu quả tài chính của khu vực ngân hàng được cải thiện, các ngân hàng sẽ gia tăng cải thiện

chất lượng dịch vụ và phát triển, khách hàng (hộ gia đình và doanh nghiệp) sẽ được hưởng lợi khi sử dụng dịch vụ do ngân hàng cung cấp.

+ *Hiệu quả tài chính của thị trường tài chính:* hiệu quả tài chính của thị trường tài chính thường được đo lường thông qua chỉ số giá trị cổ phiếu giao dịch chia cho giá trị vốn hóa thị trường. Chỉ số này cao sẽ cho thấy hiệu suất hoạt động và thanh khoản của TTCK tốt. Trong đó, TTCK được sử dụng để đại diện cho thị trường tài chính.

- **Khả năng tiếp cận tài chính:**

Khả năng tiếp cận tài chính cho thấy sự cải thiện về phạm vi tiếp cận của các tổ chức tài chính và thị trường tài chính.

+ *Khả năng tiếp cận tài chính của các tổ chức tài chính:* khả năng tiếp cận tài chính của các tổ chức tài chính thường được đo lường thông qua tỷ lệ số chi nhánh NHTM chia cho 100.000 người trưởng thành, tỷ lệ số máy ATM chia cho 100.000 người trưởng thành. Chỉ số này cho biết mức độ bao phủ của các tổ chức tài chính (cụ thể là khu vực ngân hàng) so với quy mô dân số. Đồng thời, chỉ số này còn cho thấy mức độ đáp ứng của khu vực ngân hàng đối với nhu cầu sử dụng dịch vụ tài chính của khách hàng (hộ gia đình và doanh nghiệp).

+ *Khả năng tiếp cận tài chính của thị trường tài chính:* khả năng tiếp cận tài chính của thị trường tài chính thường được đo lường thông qua tỷ lệ giá trị vốn hóa thị trường không bao gồm top 10 doanh nghiệp lớn nhất so với tổng giá trị vốn hóa toàn thị trường. Chỉ số này cho thấy mức độ đáp ứng của thị trường tài chính (cụ thể là TTCK) đối với nhu cầu về vốn của khách hàng. Ngoài ra, khả năng tiếp cận tài chính của thị trường tài chính cũng có thể được đo lường thông qua số lượng tổ chức phát hành trái phiếu (trong nước và quốc tế).

- **Ổn định tài chính:**

Ổn định tài chính cho thấy sự ổn định khi thực hiện hiệu quả các chức năng của các tổ chức tài chính và thị trường tài chính.

+ *Ổn định tài chính của các tổ chức tài chính:* ổn định tài chính của các tổ chức tài chính thường được đo lường thông qua tỷ lệ vốn chủ sở hữu so với tổng nguồn vốn của ngân hàng, tỷ lệ nợ xấu so với tổng dư nợ của ngân hàng, tỷ lệ cho vay so với huy

động, thanh khoản ngân hàng. Ngoài ra, ổn định tài chính cũng có thể được đo lường thông qua chênh lệch lãi suất (Kaminsky & Reinhart, 1999; Godstein & các cộng sự, 2000). Nhìn chung, khi các tổ chức tài chính hoạt động ổn định sẽ tạo điều kiện thuận lợi để ổn định nền kinh tế.

+ *Ổn định tài chính của thị trường tài chính:* ổn định tài chính của thị trường tài chính thường được đo lường thông qua biến động thị trường chứng khoán (độ lệch chuẩn của tăng trưởng chỉ số chứng khoán trong kỳ). Theo đó, khi đo lường ổn định tài chính, TTCK thường được sử dụng để đại diện cho thị trường tài chính. Khi TTCK hoạt động ổn định sẽ tạo điều kiện thuận lợi để ổn định nền kinh tế cũng như TTBĐS.

Vậy, căn cứ vào các chỉ số đo lường phát triển tài chính như đã nêu ở trên, ta có thể thấy rằng phát triển tài chính được đo lường tập trung chủ yếu thông qua sự cải thiện về độ sâu, hiệu quả, khả năng tiếp cận, ổn định của các tổ chức tài chính và thị trường tài chính. Trong đó, các tổ chức tài chính được tập trung chủ yếu ở khu vực ngân hàng, thị trường tài chính được tập trung chủ yếu ở TTCK.

2.2. Tổng quan lý thuyết về thị trường bất động sản

2.2.1. Khái niệm bất động sản

Việc phân loại tài sản thành "bất động sản" và "động sản" có nguồn gốc từ Luật La Mã. Theo đó, bất động sản là những vật khó có thể di chuyển được mà không ảnh hưởng đến giá trị và đặc tính sử dụng của vật, bất động sản cơ bản nhất là đất đai và những vật gắn chặt với đất đai (Liebs, 2004).

Theo điều 105, Bộ luật Dân sự ban hành vào năm 2015, tài sản bao gồm bất động sản và động sản (Quốc hội, 2015). Ngoài ra, điều 107 của Bộ luật này cũng nêu rõ:

- Bất động sản bao gồm: đất đai; nhà, công trình xây dựng gắn liền với đất đai; tài sản khác gắn liền với đất đai, nhà, công trình xây dựng; tài sản khác theo quy định của pháp luật.
- Ngược lại, động sản là những tài sản không phải là bất động sản.

Vậy, có thể hiểu rằng: bất động sản là đất đai, nhà, công trình kiến trúc và các tài sản khác gắn liền với đất đai. Các tài sản gắn liền với đất đai là bất động sản khi chúng tồn tại trên đất đai với một chức năng nhất định, chức năng này sẽ bị mất đi khi tách rời khỏi đất đai.

2.2.2. Khái niệm thị trường bất động sản

TTBĐS có thể hiểu theo các quan điểm như sau:

- Quan điểm thứ 1: TTBĐS là nơi hình thành các quyết định về việc ai tiếp cận được bất động sản, bất động sản đó được sử dụng như thế nào và vì mục đích gì (Roulac, 1996).

- Quan điểm thứ 2: TTBĐS là đầu mối thực hiện và chuyển dịch giá trị của hàng hóa bất động sản (Thrall, 2002).

- Quan điểm thứ 3: TTBĐS là thị trường tiến hành các giao dịch về bất động sản, gồm: chuyển nhượng, cho thuê và dịch vụ khác có liên quan đến bất động sản. Quan điểm này được trình bày trong nghiên cứu của Theurillat và các cộng sự (2014).

- Quan điểm thứ 4: TTBĐS là thị trường diễn ra các hoạt động chuyển nhượng, cho thuê và dịch vụ khác có liên quan giữa các chủ thể trên thị trường, mà ở đó vai trò quản lý của nhà nước đối với TTBĐS có tác động quyết định đến sự thúc đẩy phát triển hay kìm hãm hoạt động kinh doanh trên TTBĐS. Quan điểm này rất phù hợp với Việt Nam và đã được trình bày trong nghiên cứu của Thu và Perera (2011).

Vậy, có thể hiểu TTBĐS là tổng thể các giao dịch về bất động sản (gồm: hoạt động chuyển nhượng, cho thuê và dịch vụ khác có liên quan đến bất động sản) giữa các chủ thể trên thị trường, mà ở đó vai trò quản lý của nhà nước có tác động quyết định đến sự thúc đẩy phát triển hay kìm hãm hoạt động kinh doanh trên TTBĐS.

2.2.3. Đo lường thị trường bất động sản

Hiện tại, có rất nhiều chỉ số đo lường TTBĐS. Với khái niệm đã được đề cập ở trên, chỉ số tăng trưởng TTBĐS là phù hợp nhất để đo lường TTBĐS. Theo đó, chỉ số tăng trưởng TTBĐS được đo lường thông qua tăng trưởng về tiêu dùng và đầu tư (Y) vào TTBĐS của toàn bộ nền kinh tế trong một khoảng thời gian nhất định, cụ thể:

$$Y = I + C$$

Trong đó: I là tổng giá trị đầu tư của doanh nghiệp và hộ gia đình vào TTBĐS (như: mua bất động sản, đầu tư xây dựng bất động sản). C là tổng chi cho tiêu dùng của hộ gia đình vào TTBĐS (như chi phí thuê nhà ở).

Tăng trưởng TTBĐS thường được xác định thông qua mức tăng trưởng về tiêu dùng và đầu tư (Y). Chỉ số này có ưu điểm lớn khi cho thấy mức tăng trưởng trong giá

trị thị trường của bất động sản thông qua hoạt động đầu tư. Đồng thời, chỉ số này còn phản ánh cả hoạt động cho thuê nhà ở. Hay nói cách khác, chỉ số này cho thấy tổng thể các giao dịch trên TTBĐS. Chỉ số tăng trưởng TTBĐS đã được Ni và Liu (2011) nghiên cứu tại Trung Quốc, Hồng Kông và Hoa Kỳ; Assaf và các cộng sự (2014) nghiên cứu tại tại Jordan; Okwu và các cộng sự (2017) nghiên cứu tại Cộng hòa Liên bang Nigeria; Lambertini và các cộng sự (2017), Ume (2017) nghiên cứu tại Hoa Kỳ; Chen và các cộng sự (2017), Zhang và các cộng sự (2018) nghiên cứu tại Trung Quốc; Su và Taltavull (2019) nghiên cứu tại Tây Ban Nha; Muda và các cộng sự (2020) nghiên cứu ở Indonesia.

Ngoài ra, TTBĐS còn được đo lường thông qua một số chỉ số khác, chẳng hạn như:

- Chỉ số TTBĐS (Real Estate Market Index - REMI): chỉ số này được xây dựng dựa trên cơ sở ba căn cứ quan trọng, đó là: giá cả giao dịch, số lượng các giao dịch và số ngày một bất động sản được rao bán trên thị trường. Chỉ số REMI mô tả chung về thị trường, nếu thị trường tăng thì giá cả của bất động sản sẽ tăng, lượng giao dịch tăng và số ngày rao bán của bất động sản trên thị trường giảm. Chỉ số này đã được Zetland (2010) ứng dụng để tính toán tại California trong khoảng thời gian từ tháng 1 năm 2000 đến tháng 11 năm 2009, đồng thời cũng được đề cập đến trong nghiên cứu của Trần Thị Minh Thư và Trần Quốc Khánh (2013).

- Chỉ số khả năng mua nhà (Housing Affordability Index – HAI): chỉ số này cho thấy thời gian mà các hộ gia đình có thể tích trữ tiền đủ để mua nhà, không xem xét đến khả năng vay mượn, cầm cố hoặc sự giúp đỡ, hỗ trợ tài chính khác để mua nhà. Chỉ số này đã được Aşici và các cộng sự (2011) đưa vào tính toán tại Thổ Nhĩ Kỳ trong khoảng thời gian từ tháng 6 năm 2007 đến tháng 12 năm 2009.

$$HAI = \frac{\text{Giá nhà trung bình}}{\text{Thu nhập bình quân 1 năm của hộ gia đình (đã trừ đi chi phí tối thiểu để sống)}}$$

2.3. Lý thuyết giải thích mối quan hệ giữa phát triển tài chính và thị trường bất động sản

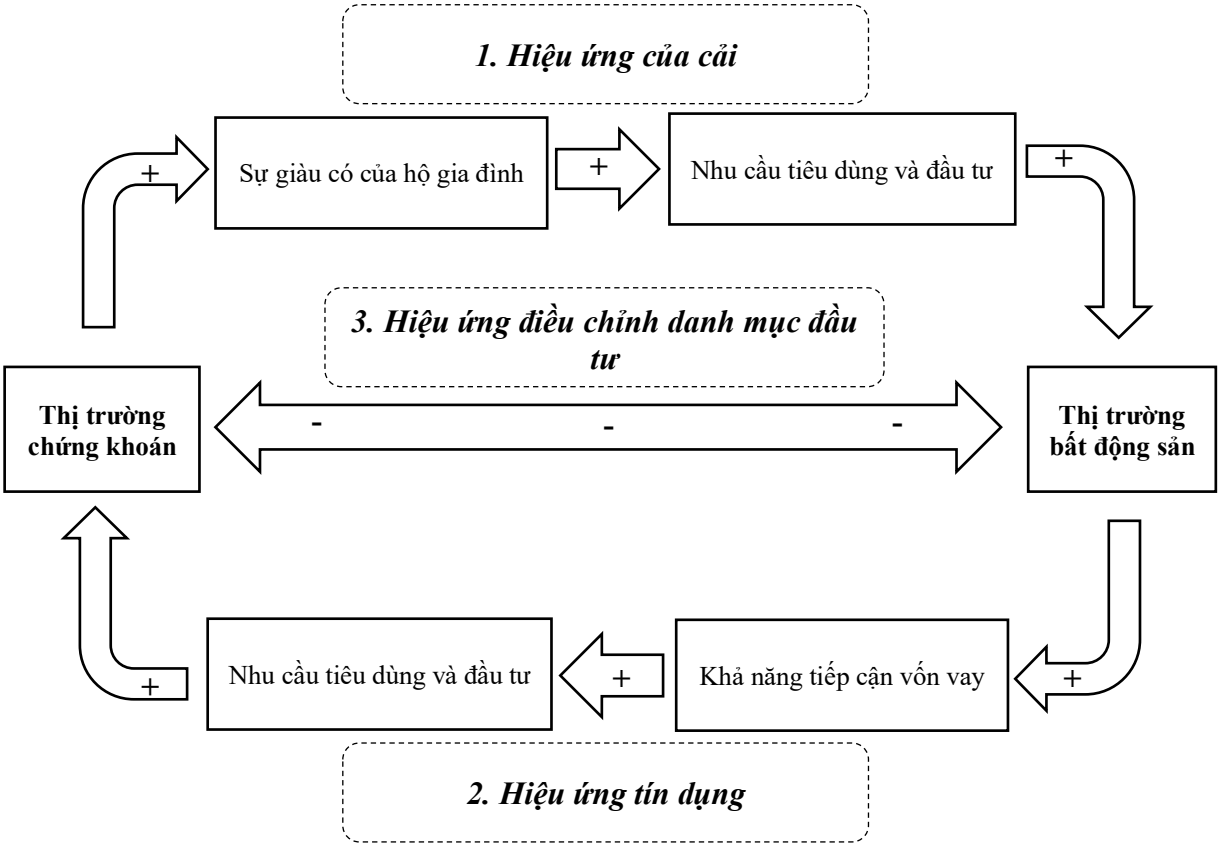
2.3.1. Lý thuyết hiệu ứng của cải

Lý thuyết hiệu ứng của cải (wealth effect) có thể giải thích tác động của phát triển tài chính đến TTBĐS. Hiệu ứng của cải được xác định dựa trên cơ sở giả thuyết thu nhập theo vòng đời và tiêu dùng (the life cycle hypothesis of saving) của Ando và Modigliani (1963). Sau đó, Yoshikawa và Ohtaka (1989), Skinner (1999) đã phát triển lý thuyết hiệu ứng của cải và ứng dụng trong việc giải thích tác động của phát triển tài chính đến TTBĐS. Theo lý thuyết hiệu ứng của cải, tiêu dùng là hàm số của thu nhập khả dụng và tổng tài sản. Thu nhập và tổng tài sản đều có tác động cùng chiều đến mức chi cho tiêu dùng. Tổng tài sản là tổng của tài sản tài chính (cổ phiếu, trái phiếu), bất động sản và tài sản khác. Bất động sản vừa được xem là hàng hóa tiêu dùng, vừa là sự đầu tư (Kapopoulos & Siokis, 2005). Hiệu ứng của cải cho rằng của cải, sự giàu có của hộ gia đình và doanh nghiệp quyết định hành vi tiêu dùng và đầu tư của họ. Phát triển tài chính tập trung chủ yếu ở sự cải thiện về độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính, ổn định tài chính của các tổ chức tài chính và thị trường tài chính. Phát triển tài chính được cải thiện sẽ làm cho giá trị tài sản trong danh mục nắm giữ, lợi nhuận đầu tư của hộ gia đình và doanh nghiệp gia tăng, họ sẽ cảm thấy tài sản tăng giá trị, giàu có hơn và gia tăng chi tiêu. Đồng thời, nhu cầu về nhà ở và đầu tư vào TTBĐS cũng tăng lên, điều này sẽ làm cho TTBĐS phát triển theo. Ngược lại, khi phát triển tài chính giảm sút sẽ làm cho giá trị tài sản tài chính trong danh mục nắm giữ của hộ gia đình và doanh nghiệp giảm, sự giàu có cũng giảm theo. Để đảm bảo an toàn trong cuộc sống dài hạn và cân đối thu chi, họ sẽ cắt giảm bớt chi tiêu và đầu tư, làm cho TTBĐS giảm sút. Do vậy, phát triển tài chính có tác động không nhỏ đến TTBĐS.

Một cách giải thích khác của hiệu ứng của cải: khi phát triển tài chính được cải thiện, giá trị tài sản tài chính của các nhà đầu tư sẽ gia tăng, họ sẽ có khuynh hướng chuyển vốn từ khu vực ngân hàng hoặc từ TTCK sang thị trường tài sản khác (tài sản thực, chẳng hạn như bất động sản) nhằm tái cân bằng danh mục đầu tư (Markowitz, 1952). Với việc điều chỉnh danh mục đầu tư như vậy, tác động của phát triển tài chính đến TTBĐS có thể trở nên mạnh mẽ hơn.

2.3.2. Lý thuyết hiệu ứng tín dụng

Lý thuyết hiệu ứng tín dụng (credit effect) có thể giải thích tác động của TTBĐS đến phát triển tài chính. Những nghiên cứu đầu tiên đề cập đến hiệu ứng tín dụng giữa TTBĐS và phát triển tài chính có thể kể đến là nghiên cứu của Ghosh và các cộng sự (1997), Liow (1999). TTBĐS có ảnh hưởng đáng kể đến khả năng tiếp cận vốn vay của những người nắm giữ bất động sản (Kapopoulos & Siokis, 2005). Bởi vì, bất động sản thường được sử dụng làm tài sản thế chấp khi vay vốn ngân hàng. Do vậy, khi TTBĐS phát triển, lượng vốn tín dụng do khu vực ngân hàng cung ứng cho nền kinh tế sẽ gia tăng, có nghĩa rằng phát triển tài chính thông qua khu vực ngân hàng sẽ được cải thiện. Mặt khác, TTBĐS cũng có tác động đáng kể đến phát triển tài chính thông qua TTCK. Thật vậy, các nhà đầu tư chứng khoán có thể sử dụng những thông tin từ TTBĐS để đưa ra quyết định đầu tư vào TTCK (Ghosh & các cộng sự, 1997). Không chỉ vậy, nhiều doanh nghiệp còn gia tăng đầu tư vào TTBĐS nhằm thay đổi giá trị tài sản trên bảng câu đối kế toán của doanh nghiệp. Bởi vì, những thay đổi về giá trị tài sản của doanh nghiệp sẽ là tín hiệu quan trọng cho thấy cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp, đồng thời có thể ảnh hưởng đáng kể đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp (Liow, 1999). Sự thay đổi của giá trị bất động sản sẽ có khuynh hướng làm thay đổi giá trị tài sản trên bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp, điều này sẽ làm thay đổi cơ hội tăng trưởng và lợi nhuận của doanh nghiệp, kéo theo sự thay đổi về giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Đối với các nhà đầu tư cá nhân, việc nâng cao khả năng tiếp cận vốn vay cũng giúp họ gia tăng nguồn lực và có thể mở rộng đầu tư vào TTCK. Cơ chế tác động này đã được đề cập trong nghiên cứu của Liow và các cộng sự (2019) (Hình 2.2). Nhìn chung, khi TTBĐS phát triển, lượng vốn tín dụng do khu vực ngân hàng cung ứng sẽ gia tăng, thị trường chứng khoán cũng biến động theo. Hay nói cách khác, TTBĐS có thể tác động đáng kể đến phát triển tài chính.



Nguồn: Liow và các cộng sự (2019).

Hình 2.2. Mối quan hệ giữa phát triển tài chính (thông qua TTCK) và TTBĐS

Vậy, TTBĐS có thể tác động đáng kể đến phát triển tài chính. Ngược lại, phát triển tài chính cũng có thể tác động đến TTBĐS. Khi đó, hiệu ứng của cải đi kèm với hiệu ứng tín dụng sẽ tương tác với nhau và tạo ra hiệu ứng chu kỳ tín dụng (credit cycle effect) (Petrova, 2010). Cơ chế truyền dẫn này giải thích lý do khi có cú sốc bất thường trên TTBĐS hoặc đối với phát triển tài chính sẽ gây ra những tác động qua lại dai dẳng (persistent effects) trong thời gian dài (Chen, 2001).

2.4. Tổng quan các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và thị trường bất động sản

2.4.1. Kết quả các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và thị trường bất động sản

Phát triển tài chính được cải thiện sẽ thúc đẩy lượng vốn từ khu vực ngân hàng và TTCK vào TTBĐS. Khi đó, giá trị tài sản trong danh mục nắm giữ, lợi nhuận đầu tư của các hộ gia đình và doanh nghiệp sẽ gia tăng. Điều này sẽ kích thích nhu cầu về nhà ở và

đầu tư vào TTBĐS của họ, làm cho TTBĐS phát triển. Ở các quốc gia có mức độ phát triển tài chính thấp, tốc độ tăng trưởng của TTBĐS thường cao hơn so với các quốc gia có mức độ phát triển tài chính cao. Bởi vì, ở các quốc gia có mức độ phát triển tài chính thấp, việc thế chấp bất động sản để vay vốn là chủ yếu, điều này cũng góp phần làm giảm sự không hoàn hảo của thị trường tài chính (Lim, 2018). Nhận định này cũng phù hợp với quan điểm trước đó của Shen (2013), Beck và các cộng sự (2014), Mallick và các cộng sự (2016). Do vậy, phát triển tài chính có tác động không nhỏ đến TTBĐS, điều này có thể được giải thích thông qua hiệu ứng của cải.

Hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm thường đo lường phát triển tài chính thông qua sự phát triển riêng lẻ của khu vực ngân hàng (đại diện cho các tổ chức tài chính), hoặc TTCK (đại diện cho thị trường tài chính). Tồn tại rất ít nghiên cứu xem xét phát triển tài chính thông qua sự phát triển kết hợp của khu vực ngân hàng và TTCK. Chẳng hạn, Xu và Chen (2012) cho rằng chính sách tín dụng và TTCK có tác động cùng chiều đến TTBĐS tại 70 thành phố lớn và trung bình ở Trung Quốc. Trong một nghiên cứu khác, Choi và Park (2017) cho rằng TTCK phát triển mạnh hơn khu vực ngân hàng (giá trị vốn hóa TTCK tăng cao hơn so với tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân) sẽ góp phần thúc đẩy sự phát triển của TTBĐS tại 23 quốc gia. Ngoài ra, nghiên cứu này còn tìm thấy tác động cùng chiều của tăng trưởng kinh tế và chỉ số giá tiêu dùng đến TTBĐS. Liu và các cộng sự (2019) đã phân tích mối quan hệ giữa ổn định tài chính và TTBĐS tại Trung Quốc. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ hai chiều giữa ổn định tài chính và TTBĐS. Trong đó, tác động của ổn định tài chính đến TTBĐS lớn hơn tác động theo hướng ngược lại.

TTBĐS cũng tác động đáng kể đến phát triển tài chính. Thật vậy, TTBĐS phát triển, những người nắm giữ bất động sản có thể dễ dàng tiếp cận nguồn vốn vay từ khu vực ngân hàng thông qua thế chấp bất động sản, điều này sẽ làm gia tăng lượng vốn tín dụng cung ứng cho nền kinh tế, đồng thời kích thích đầu tư vào TTCK. Do đó, TTBĐS có thể góp phần cải thiện phát triển tài chính của mỗi quốc gia (Gibson, 2009). Tuy nhiên, TTBĐS cũng có thể gây ra bất ổn tài chính và gây lo ngại cho nhiều nền kinh tế mới nổi, cuộc khủng hoảng tài chính xuất hiện vào cuối năm 2007 là một minh chứng cho điều này (Zhang & các cộng sự, 2016).

Một số nghiên cứu thực nghiệm đã tìm thấy mối quan hệ hai chiều giữa phát triển tài chính và TTBĐS. Chẳng hạn, Huang và các cộng sự (2015) tìm thấy tác động cùng chiều của dư nợ tín dụng đến TTBĐS tại 35 thành phố của Trung Quốc trong thời kỳ hậu khủng hoảng tài chính (sau năm 2008). Ở chiều ngược lại, TTBĐS tác động cùng chiều đến dư nợ tín dụng trong toàn bộ giai đoạn nghiên cứu (1999-2012). Đồng thời, nghiên cứu này cũng cho rằng TTCK có tác động cùng chiều đến TTBĐS. Ngoài ra, TTBĐS còn bị tác động cùng chiều bởi lãi suất cho vay.

Kết quả lược khảo các nghiên cứu trước cho thấy, tồn tại rất ít nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS, mà trong đó phát triển tài chính được đo lường thông qua sự phát triển kết hợp của khu vực ngân hàng và TTCK. Hầu hết các nghiên cứu trước chỉ đo lường phát triển tài chính thông qua sự phát triển riêng lẻ của khu vực ngân hàng, hoặc TTCK. Dựa trên cơ sở này, tác giả sẽ trình bày kết quả các nghiên cứu trước thông qua hai nhóm: (1) Các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa phát triển tài chính (thông qua khu vực ngân hàng) và TTBĐS; (2) Các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa phát triển tài chính (thông qua TTCK) và TTBĐS.

2.4.1.1. Các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa phát triển tài chính (thông qua khu vực ngân hàng) và thị trường bất động sản

Hầu hết các nghiên cứu trước thường đo lường phát triển tài chính thông qua khu vực ngân hàng bằng chỉ số tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân / GDP). Đây là chỉ số đại diện cho độ sâu tài chính trong bộ chỉ số phát triển tài chính của IMF và World Bank. Về mối quan hệ giữa phát triển tài chính (thông qua khu vực ngân hàng) và TTBĐS, các nghiên cứu trước về vấn đề này vẫn còn nhiều kết quả trái ngược nhau. Dưới đây là một số quan điểm chính:

- Mối quan hệ hai chiều giữa phát triển tài chính (thông qua khu vực ngân hàng) và TTBĐS:

Với việc đo lường phát triển tài chính thông qua khu vực ngân hàng, nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã tìm thấy mối quan hệ hai chiều giữa phát triển tài chính và TTBĐS, điều này cũng phù hợp với hiệu ứng tín dụng và hiệu ứng của cải.

Chẳng hạn, Gimeno và Martínez-Carrascal (2010) cho rằng tồn tại mối quan hệ cùng chiều trong dài hạn giữa dư nợ tín dụng và TTBĐS tại Tây Ban Nha. Ngoài ra, TTBĐS còn bị tác động ngược chiều bởi lãi suất cho vay.

Đồng quan điểm, Hott (2011) tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa dư nợ tín dụng và TTBĐS tại Hoa Kỳ và Anh. Nghiên cứu này cho rằng khu vực ngân hàng tác động đến khủng hoảng trên TTBĐS thông qua việc cung ứng nguồn vốn tín dụng cho TTBĐS, góp phần hình thành bong bóng trên TTBĐS.

Anundsen và Jansen (2013) cho rằng tồn tại mối quan hệ hai chiều giữa tín dụng ngân hàng và TTBĐS. Cụ thể, khi TTBĐS phát triển sẽ dẫn đến việc khu vực ngân hàng mở rộng cho vay, qua đó thúc đẩy phát triển tài chính. Đồng thời, lượng vốn đầu tư vào TTBĐS cũng sẽ gia tăng, góp phần không nhỏ trong việc thúc đẩy TTBĐS phát triển.

Tại Malaysia, Ibrahim và Law (2014) đã tìm thấy tác động cùng chiều của dư nợ tín dụng ngân hàng đến TTBĐS trong cả trong ngắn hạn và dài hạn, cụ thể: nếu dư nợ tín dụng tăng 10% thì giá bất động sản tăng khoảng 7,2%. Ngoài ra, các tác giả còn tìm thấy tác động cùng chiều theo hướng ngược lại nhưng mức độ tác động thấp hơn. Đồng thời, nghiên cứu này còn cho rằng lãi suất cho vay tác động ngược chiều đến TTBĐS. Ở chiều ngược lại, TTBĐS tác động cùng chiều đến lãi suất cho vay.

Trong một nghiên cứu khác, Shen và các cộng sự (2016) tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân và TTBĐS tại Trung Quốc. Trong đó, tác động của TTBĐS đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân mạnh hơn chiều ngược lại.

Ngoài ra, Zhao và các cộng sự (2017) cho rằng khủng hoảng trên TTBĐS Trung Quốc sẽ làm cho giá bất động sản giảm sút, thanh khoản của ngân hàng giảm do các khoản vay mua bất động sản không được thanh toán và tài sản thế chấp không đủ để thanh toán các khoản vay, dẫn đến khủng hoảng tài chính. Đồng thời, khu vực ngân hàng gia tăng cho vay sẽ dẫn đến lượng vốn đầu tư vào TTBĐS nhiều hơn, làm cho giá bất động sản tăng lên.

Tại Việt Nam, Phạm Hữu Hồng Thái và Hồ Thị Lam (2016) đã tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa chính sách tín dụng và TTBĐS. Điều này cho thấy, mối quan hệ giữa chính sách tín dụng và TTBĐS là củng cố lẫn nhau, khi có một sự biến động trên thị trường này có thể dẫn đến biến động trên thị trường còn lại.

Tóm lại, với quan điểm này, phát triển tài chính (thông qua khu vực ngân hàng) có mối quan hệ cùng chiều với TTBĐS, có nghĩa rằng tồn tại cả hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng. Tuy nhiên, mức độ tác động giữa các chiều trong mối quan hệ này vẫn còn nhiều quan điểm trái ngược nhau. Chẳng hạn, Ibrahim và Law (2014) cho rằng phát triển tài chính tác động đến TTBĐS mạnh hơn chiều ngược lại. Trong khi đó, Shen và các cộng sự (2016) lại cho rằng TTBĐS tác động đến phát triển tài chính mạnh hơn chiều ngược lại.

- Tác động một chiều của phát triển tài chính (thông qua khu vực ngân hàng) đến TTBĐS:

Liang và Cao (2007) đã tìm thấy tác động cùng chiều của dư nợ tín dụng ngân hàng, lãi suất cho vay và tăng trưởng kinh tế đến TTBĐS tại Trung Quốc.

Cùng quan điểm, Che và các cộng sự (2011) cho rằng dư nợ tín dụng ngân hàng tác động cùng chiều đến TTBĐS tại Trung Quốc. Ngoài ra, nghiên cứu này còn đưa ra nhận định: người dân ở ba trung tâm tài chính quốc tế (Bắc Kinh, Thượng Hải và Thâm Quyến) quan tâm đến việc vay vốn khi mua bất động sản nhiều hơn so với các thành phố khác của Trung Quốc.

Trong một nghiên cứu khác, Bunda và Zorzi (2010) cho rằng TTBĐS bị tác động cùng chiều bởi tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân ở độ trễ 2 năm. Ngoài ra, khi có sự gia tăng quá mức của tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân và TTBĐS có thể dẫn đến khủng hoảng tài chính.

Tại Lithuania, Gasparėnienė và các cộng sự (2017) tìm thấy tác động cùng chiều của dự nợ tín dụng đến TTBĐS (giải thích được 79,03%). Ngoài ra, TTBĐS còn bị tác động ngược chiều bởi tăng trưởng kinh tế, đồng thời bị tác động cùng chiều bởi lãi suất và chỉ số giá tiêu dùng.

Cũng trong thời điểm này, Cerutti và các cộng sự (2017) cho rằng bong bóng tín dụng có tác động cùng chiều đến bong bóng TTBĐS sau 4 năm. Phần lớn bong bóng TTBĐS thường kết thúc bằng một cuộc suy thoái và gây hậu quả cho nền kinh tế, đặc biệt là khi bong bóng TTBĐS được hình thành từ việc tăng trưởng tín dụng nhanh.

Tại Hoa Kỳ, Lambertini và các cộng sự (2017) đưa ra nhận định: sự gia tăng dư nợ tín dụng sẽ dẫn đến việc người vay vốn gia tăng tiêu dùng và đầu tư, làm cho TTBĐS và nền kinh tế phát triển.

Gần đây, Funkea và các cộng sự (2018) cho rằng dư nợ tín dụng tác động cùng chiều đến TTBĐS tại New Zealand, cụ thể: nếu giảm 1% trong dư nợ tín dụng sẽ dẫn đến giảm 1,9% trong chỉ số giá bất động sản.

Cùng quan điểm, Jiang và các cộng sự (2018) tìm thấy tác động cùng chiều của dư nợ tín dụng đến TTBĐS tại Trung Quốc. Đồng thời, TTBĐS còn bị tác động ngược chiều bởi lãi suất cho vay.

Trong một nghiên cứu khác, Lim (2018) cho rằng TTBĐS phát triển sẽ nâng cao khả năng vay vốn của người nắm giữ bất động sản thông qua hiệu ứng tín dụng, qua đó tác động đến khu vực ngân hàng và nền kinh tế. Đồng thời, tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân có tác động cùng chiều đến TTBĐS và tác động ngược chiều đến nền kinh tế, tác động này thể hiện rất rõ trong giai đoạn xuất hiện bong bóng bất động sản.

Vậy, quan điểm này cho rằng tồn tại tác động cùng chiều của phát triển tài chính (thông qua khu vực ngân hàng) đến TTBĐS, điều này phù hợp với hiệu ứng của cải.

- Tác động một chiều của TTBĐS đến phát triển tài chính (thông qua khu vực ngân hàng):

Igan và các cộng sự (2011) cho rằng TTBĐS tác động đến phát triển của khu vực ngân hàng và tăng trưởng kinh tế trong dài hạn, xu hướng tác động chủ yếu là cùng chiều. Đồng thời, tăng trưởng kinh tế có tác động cùng chiều đến TTBĐS và phát triển của khu vực ngân hàng. Tuy nhiên, mức độ tác động này có sự khác nhau giữa các quốc gia, do sự khác biệt về hệ thống tài chính và khung pháp lý về bất động sản. Ngoài ra, khu vực ngân hàng, TTBĐS và tăng trưởng kinh tế của Hoa Kỳ có tác động đáng kể đến các quốc gia khác.

Đồng quan điểm, Arestis và Gonzalez (2014) cho rằng TTBĐS tác động cùng chiều đến lượng tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân.

Tóm lại, hầu hết các nghiên cứu trên đều cho rằng phát triển tài chính có thể được đo lường thông qua khu vực ngân hàng, cụ thể là độ sâu tài chính của khu vực ngân hàng. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa phát triển tài chính (thông qua khu vực ngân hàng) và TTBĐS vẫn còn nhiều quan điểm trái ngược nhau. Một số quan điểm cho rằng tồn

tại mối quan hệ cùng chiều giữa phát triển tài chính và TTBĐS. Một số quan điểm khác lại cho rằng chỉ tồn tại tác động cùng chiều của phát triển tài chính đến TTBĐS. Ngoài ra, cũng có một số nghiên cứu chỉ tìm thấy tác động cùng chiều của TTBĐS đến phát triển tài chính.

2.4.1.2. Các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa phát triển tài chính (thông qua thị trường chứng khoán) và thị trường bất động sản

Hầu hết các nghiên cứu trước cho rằng phát triển tài chính thông qua TTCK có thể được đo lường bằng biến động TTCK, cụ thể là biến động của chỉ số chứng khoán. Cách đo lường này phản ánh được sự biến động một cách tổng quát về TTCK, đồng thời cũng thể hiện được mức độ ổn định tài chính của TTCK. Do vậy, biến động TTCK đã được sử dụng để đo lường ổn định tài chính trong bộ chỉ số phát triển tài chính của World Bank. Ngoài ra, một số nghiên cứu cũng cho rằng phát triển tài chính thông qua TTCK có thể được đo lường bằng giá trị vốn hoá TTCK so với GDP, có nghĩa là độ sâu tài chính của TTCK. Về kết quả nghiên cứu, mối quan hệ giữa phát triển tài chính (thông qua TTCK) và TTBĐS vẫn còn nhiều quan điểm trái ngược nhau.

- Mối quan hệ hai chiều giữa phát triển tài chính (thông qua TTCK) và TTBĐS:

Lin và Fuerst (2014) cho rằng tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa TTCK và TTBĐS ở Đài Loan, Singapore và Hồng Kông. Trong khi đó, các tác giả chưa tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa hai thị trường này ở Trung Quốc, Nhật Bản, Thái Lan, Malaysia, Indonesia và Hàn Quốc. Đồng thời, nghiên cứu này cũng đưa ra nhận định: mối quan hệ giữa TTCK và TTBĐS ở các khu vực có mật độ dân cư đông đúc sẽ thể hiện rõ ràng hơn.

Cũng trong thời điểm này, Liow và Schindler (2014) tìm thấy tương quan giữa TTCK và TTBĐS trong nội bộ từng quốc gia tại bốn nền kinh tế ở Châu Á Thái Bình Dương, tương quan này thể hiện rõ nhất ở Hồng Kông và Singapore. Đặc biệt, tương quan trong nội bộ từng quốc gia cao hơn tương quan với khu vực và toàn cầu. Ngược lại, tại các quốc gia thuộc Châu Âu và Bắc Mỹ (ngoại trừ Anh), TTBĐS có tương quan với TTCK của khu vực và toàn cầu hơn là với TTCK tại từng quốc gia này. Kết quả

nghiên cứu cũng cho thấy tương quan giữa TTCK và TTBĐS đạt giá trị cao hơn trong thời kỳ hai thị trường này biến động nhiều.

Tiwari và các cộng sự (2020) cho rằng sự biến động TTCK tác động đến TTBĐS Hoa Kỳ nhiều hơn so với chiều ngược lại. Tuy nhiên, các cú sốc bắt nguồn từ TTBĐS thường dai dẳng hơn, đặc biệt là những cú sốc do hậu quả của cuộc khủng hoảng cho vay dưới chuẩn.

+ Mối quan hệ cùng chiều giữa phát triển tài chính (thông qua TTCK) và TTBĐS:

Ngoài việc tìm thấy mối quan hệ giữa phát triển tài chính (thông qua TTCK) và TTBĐS, một số nghiên cứu trước còn khẳng định mối quan hệ cùng chiều giữa hai thị trường này.

Chẳng hạn, Su (2011) cho rằng tồn tại mối quan hệ cùng chiều trong dài hạn giữa TTCK và TTBĐS, cụ thể: TTBĐS tác động đến TTCK tại Đức, Hà Lan và Anh. Đồng thời, TTCK tác động của đến TTBĐS ở Bỉ và Ý. Trong khi đó, tác giả chưa tìm thấy mối quan hệ giữa hai thị trường này tại Pháp, Tây Ban Nha và Thụy Sĩ. Ngoài ra, nghiên cứu này cũng khẳng định tồn tại cả hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng trên TTCK và TTBĐS.

Đồng quan điểm, Su và các cộng sự (2011) cũng tìm thấy tác động có ý nghĩa thống kê của TTBĐS đến TTCK tại Anh và Hà Lan. Mặt khác, TTCK tác động có ý nghĩa thống kê đến TTBĐS tại Bỉ. Ngoài ra, nghiên cứu này còn tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa TTCK và TTBĐS tại Tây Ban Nha và Pháp.

Cũng trong thời điểm này, Hui và các cộng sự (2011) cho rằng mối quan hệ giữa TTCK và TTBĐS (tại Hồng Kông và Anh) phù hợp với hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng.

Tại Australia, Heaney và Srianantha kumar (2012) tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa TTCK và TTBĐS, mối quan hệ này thể hiện rõ ràng nhất trong giai đoạn xảy ra khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Trong một nghiên cứu khác, Hui và Chan (2014) cho thấy những cú sốc của khủng hoảng tài chính tại Hoa Kỳ sẽ truyền dẫn sang Hồng Kông và Anh. Sự truyền dẫn này

đến TTCK sẽ cao hơn là đến TTBĐS. Đồng thời, nghiên cứu còn khẳng định tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa biến động TTCK và TTBĐS.

Tại Hoa Kỳ, Tsai (2015) chưa tìm thấy mối quan hệ hai chiều trong dài hạn giữa biến động TTCK và TTBĐS, tuy nhiên tồn tại mối quan hệ cùng chiều trong ngắn hạn giữa hai thị trường này. Trong giai đoạn khủng hoảng tài chính, mối quan hệ giữa biến động TTCK và TTBĐS gia tăng đáng kể do nạn đầu cơ trên thị trường.

Nhằm phân tích dữ liệu trong giai đoạn trước và sau khủng hoảng tài chính, Yuksel (2016) cho rằng: giai đoạn trước khủng hoảng tài chính (trước ngày 15/10/2007), tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa TTCK và TTBĐS. Đồng thời, lãi suất có mối quan hệ cùng chiều với TTBĐS. Giai đoạn khủng hoảng tài chính (từ ngày 15/10/2007 trở đi), tồn tại tác động cùng chiều của TTBĐS đến TTCK.

Gần đây, Bahmani-Oskooee và Ghodsi (2018) cho thấy tồn tại mối quan hệ giữa TTCK và thị trường trường bất động sản tại Hoa Kỳ, xu hướng chủ yếu là cùng chiều. Đồng thời, nghiên cứu này cũng cho rằng hiện tượng khủng hoảng trên TTBĐS (vào năm 2008) đã tác động trực tiếp đến TTCK và nền kinh tế Hoa Kỳ.

Liow và các cộng sự (2019) đã tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa biến động TTCK và TTBĐS tại Hoa Kỳ, mối quan hệ này trở nên mạnh mẽ trong dài hạn. Trong đó, TTBĐS tác động đến biến động TTCK chủ yếu trong ngắn hạn. Ở chiều ngược lại, biến động TTCK tác động đến TTBĐS chủ yếu trong dài hạn.

Tại Việt Nam, tồn tại rất ít nghiên cứu về vấn đề này, đặc biệt là các nghiên cứu định lượng. Có thể kế đến nghiên cứu của Phan Thị Bích Nguyệt (2015) khi cho rằng TTCK và TTBĐS có tác động mạnh mẽ đến nhau, sự phát triển của thị trường này cũng là cơ hội phát triển cho thị trường kia, rủi ro của thị trường này có thể ảnh hưởng đến rủi ro cho thị trường kia. Với nhận định cụ thể hơn, Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2016) cho thấy TTCK và TTBĐS có mối quan hệ hai chiều, xu hướng chủ yếu là cùng chiều. Đồng thời, nghiên cứu này cũng đưa ra nhận định rằng TTCK giữ vai trò quyết định tác động đến TTBĐS.

+ Mối quan hệ ngược chiều giữa phát triển tài chính (thông qua TTCK) và TTBĐS:

Quan điểm này cho rằng khi phát triển tài chính thông qua TTCK được cải thiện, lượng vốn đầu tư vào TTBĐS có thể gia tăng quá mức, dẫn đến việc hình thành hiện tượng bong bóng trên TTBĐS. Khi đó, TTBĐS sẽ có nguy cơ xuất hiện khủng hoảng và giảm sút mạnh trong tương lai. Hay nói cách khác, phát triển tài chính có thể tác động ngược chiều đến TTBĐS. Mặt khác, khi TTCK phát triển tốt, các nhà đầu tư sẽ có xu hướng tái cân bằng danh mục đầu tư của họ bằng cách bán chứng khoán và đầu tư thêm vào các tài sản khác để hạn chế rủi ro, chẳng hạn như bất động sản. Việc điều chỉnh danh mục đầu tư như trên có thể làm cho TTCK giảm và TTBĐS tăng trong ngắn hạn, có nghĩa là tác động ngược chiều. Điều này cũng được tìm thấy ở chiều tác động từ TTBĐS đến TTCK.

Liu và Su (2010) đã tìm thấy tác động cùng chiều của TTCK đến TTBĐS trong ngắn hạn. Trong dài hạn, tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa hai thị trường này.

Tại Hoa Kỳ, Li và các cộng sự (2015) cho rằng mối quan hệ giữa TTCK và TTBĐS không tuân theo một chiều tác động ổn định cho toàn bộ giai đoạn nghiên cứu. Xu hướng tác động chủ yếu trong mối quan hệ giữa TTCK và TTBĐS là cùng chiều, tuy nhiên tồn tại mối quan hệ ngược chiều trong giai đoạn 1998-2002. Mối quan hệ giữa hai thị trường này thể hiện rõ ràng nhất trong dài hạn.

Trong một nghiên cứu khác, Ali và Zaman (2017) tìm thấy mối quan hệ giữa TTCK và TTBĐS, cụ thể: trong số 22 quốc gia đưa vào nghiên cứu, có 5 quốc gia cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa TTCK và TTBĐS, còn lại 15 quốc gia (ngoại trừ Pháp và Ý) cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa hai thị trường này. Nghiên cứu này không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa hai thị trường này tại Pháp và Ý.

Ngoài ra, Shi và các cộng sự (2017) cho rằng mối quan hệ giữa TTCK và TTBĐS tại Trung Quốc thay đổi theo thời gian. Mối quan hệ này thể hiện rõ nhất trong giai đoạn hai thị trường này tăng trưởng mạnh và khủng hoảng tài chính. TTCK tác động cùng chiều đến TTBĐS, tác động này thể hiện mạnh nhất ở các thành phố lớn và trong giai đoạn nền kinh tế tăng trưởng cao. TTBĐS có tác động ngược chiều đến TTCK, tác động

này được tìm thấy rõ nhất trong thời kỳ khủng hoảng tài chính và có xu hướng giảm dần từ các thành phố lớn (hạng nhất) sang các thành phố nhỏ (hạng ba).

Vậy, với việc đo lường phát triển tài chính thông qua TTCK, khá nhiều nghiên cứu trước đã tìm thấy mối quan hệ hai chiều giữa phát triển tài chính và TTBĐS, có nghĩa rằng tồn tại cả hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng. Trong đó, hầu hết các nghiên cứu trước cho rằng phát triển tài chính có mối quan hệ cùng chiều với TTBĐS. Tuy nhiên, cũng có một số nghiên cứu trước tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa phát triển tài chính và TTBĐS.

- Tác động một chiều của phát triển tài chính (thông qua TTCK) đến TTBĐS:

Quan điểm này cho rằng chỉ tồn tại tác động một chiều từ phát triển tài chính (thông qua TTCK) đến TTBĐS, có nghĩa là phù hợp với hiệu ứng của cải.

+ Tác động cùng chiều của phát triển tài chính (thông qua TTCK) đến TTBĐS:

Ibrahim (2010) cho rằng tồn tại hiệu ứng của cải trong mối quan hệ dài hạn giữa TTCK và TTBĐS, xu hướng tác động chủ yếu là cùng chiều. Đồng thời, tăng trưởng kinh tế và chỉ số giá tiêu dùng tác động cùng chiều đến TTBĐS.

Trong một nghiên cứu khác, Ni và Liu (2011) cho rằng TTBĐS Trung Quốc bị tác động bởi TTCK tại Trung Quốc, TTBĐS tại Hồng Kông và Hoa Kỳ. Cụ thể, khi TTCK Trung Quốc biến động tăng 1% thì TTBĐS Trung Quốc biến động tăng lên 3%. Khi TTBĐS Hồng Kông biến động tăng 1% thì TTBĐS Trung Quốc biến động tăng lên 3,5%. TTBĐS Hoa Kỳ biến động tăng 1% thì TTBĐS Trung Quốc biến động tăng lên 2,46%.

Cũng tại Trung Quốc, Ding và các cộng sự (2014) cho rằng TTCK có tác động đến TTBĐS, xu hướng tác động chủ yếu là cùng chiều.

Cùng thời điểm, Lean và Smyth (2014) đã tìm thấy tác động cùng chiều của TTCK đến TTBĐS tại Malaysia, tác động này được tìm thấy rõ nhất tại các khu vực có mức thu nhập và giá bất động sản tương đối cao so với mức trung bình, chẳng hạn như: Kuala Lumpur, Penang và Selangor.

+ Tác động ngược chiều của phát triển tài chính (thông qua TTCK) đến TTBĐS:

Với việc đo lường phát triển tài chính thông qua TTCK, hầu hết các nghiên cứu trước đều cho rằng phát triển tài chính tác động cùng chiều đến TTBĐS. Tuy nhiên, tồn tại một số nghiên cứu đã tìm thấy tác động ngược chiều của phát triển tài chính đến TTBĐS. Điều này cho thấy khi TTCK tăng trưởng cao, lượng vốn vào TTBĐS có thể gia tăng quá mức, góp phần hình thành hiện tượng bong bóng trên TTBĐS, dẫn đến nguy cơ xuất hiện khủng hoảng trên TTBĐS, làm cho thị trường này có thể giảm sút mạnh trong tương lai. Ngoài ra, việc điều chỉnh danh mục đầu tư để hạn chế rủi ro trong ngắn hạn cũng có thể làm cho thị trường chứng khoán suy giảm và TTBĐS gia tăng.

Với quan điểm này, có thể kể đến nghiên cứu của Tsai và các cộng sự (2011) khi phân tích dữ liệu tại Hoa Kỳ. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại đồng liên kết trong dài hạn giữa TTCK và TTBĐS. TTCK tác động cùng chiều đến TTBĐS với độ trễ 1 kỳ. Tuy nhiên, với độ trễ 2 kỳ, xu hướng tác động này chuyển sang ngược chiều.

Trong một nghiên cứu khác, Yunus (2012) tiến hành phân tích dữ liệu của 10 quốc gia phát triển tại Bắc Mỹ, Châu Âu, Úc và Châu Á. Kết quả nghiên cứu cho thấy, trong ngắn hạn, TTCK và một số yếu tố kinh tế vĩ mô (tăng trưởng kinh tế và chỉ số giá tiêu dùng) tác động cùng chiều đến TTBĐS. Sau đó, xu hướng tác động này chuyển sang ngược chiều trong dài hạn.

Xia và các cộng sự (2019) cho rằng các nhà đầu tư có thể đa dạng hoá danh mục đầu tư cổ phiếu và bất động sản để giảm thiểu rủi ro trong ngắn hạn. Mặt khác, TTBĐS Trung quốc thường dễ bị ảnh hưởng bởi sự biến động của TTCK hơn là những thay đổi về chính sách.

- Tác động một chiều của TTBĐS đến phát triển tài chính (thông qua TTCK):

Quan điểm này cho rằng TTBĐS có tác động đến phát triển tài chính (thông qua TTCK), tác động này được thể hiện thông qua hiệu ứng tín dụng. Theo đó, khi TTBĐS phát triển, những người đang nắm giữ bất động sản sẽ trở nên có lợi hơn vì sự gia tăng giá trị tài sản giúp họ có thể dễ dàng tiếp cận nguồn vốn vay từ khu vực ngân hàng thông qua thế chấp bất động sản, họ có thể mở rộng đầu tư vào TTCK, làm cho TTCK phát triển theo. Do đó, nhà hoạch định chính sách có thể đưa ra các chính sách phát triển

TTBĐS nhằm tác động đến sự phát triển của TTCK. Với quan điểm này, có thể kể đến nghiên cứu của Lin và Lin (2011) khi tìm thấy tác động của TTBĐS đến TTCK tại Singapore và Đài Loan. Tuy nhiên, nghiên cứu này chưa tìm thấy tác động có ý nghĩa thống kê của chiều ngược lại. Trong một nghiên cứu khác, Chen và các cộng sự (2017) không tìm thấy mối quan hệ đồng liên kết trong dài hạn giữa TTCK và TTBĐS Trung quốc. Trong ngắn hạn, TTBĐS có tác động đến TTCK. Tuy nhiên, các tác giả chưa tìm thấy tác động có ý nghĩa thống kê của chiều ngược lại.

Tóm lại, với việc đo lường phát triển tài chính thông qua TTCK, hầu hết các nghiên cứu trước cho rằng tồn tại mối quan hệ hai chiều giữa TTCK và TTBĐS, hoặc tồn tại tác động một chiều từ TTCK đến TTBĐS. Tuy nhiên, tồn tại một số nghiên cứu chỉ tìm thấy tác động một chiều từ TTBĐS đến TTCK. Ngoài ra, vẫn còn nhiều quan điểm trái ngược nhau về mức độ tác động trong mối quan hệ giữa TTCK và TTBĐS.

2.4.1.3. Tổng hợp kết quả các nghiên cứu trước

Qua quá trình lược khảo các công trình nghiên cứu trước, tác giả thấy rằng tồn tại rất ít nghiên cứu tiến hành phân tích mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS, mà trong đó phát triển tài chính được đo lường thông qua sự phát triển kết hợp của khu vực ngân hàng và TTCK. Hầu hết các nghiên cứu trước chỉ đo lường phát triển tài chính thông qua khu vực ngân hàng, hoặc TTCK. Mặt khác, các nghiên cứu trước thường đo lường phát triển tài chính thông qua độ sâu tài chính (tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân, giá trị vốn hoá TTCK) và ổn định tài chính (biến động TTCK). Có thể nói rằng, hầu như chưa có nghiên cứu nào xem xét mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS, mà trong đó phát triển tài chính được đo lường thông qua bốn tiêu chí: độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính và ổn định tài chính. Về kết quả nghiên cứu, có nhiều quan điểm trái ngược nhau, tuy nhiên tập trung chủ yếu ở ba quan điểm sau: (1) Tồn tại mối quan hệ hai chiều giữa phát triển tài chính và TTBĐS; (2) Tồn tại tác động một chiều từ phát triển tài chính đến TTBĐS; (3) Tồn tại tác động một chiều từ TTBĐS đến phát triển tài chính. Trong đó, hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm chỉ mới dừng lại ở việc kiểm định mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS, số lượng các nghiên cứu ứng dụng lý thuyết hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng vào việc giải thích mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS chưa nhiều. Ngoài ra, vẫn còn

nhiều quan điểm trái ngược nhau về mức độ tác động trong mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS.

- **Các chỉ số đo lường TTBĐS:**

Trong các nghiên cứu trước, có bốn chỉ số thường được dùng để đo lường TTBĐS, gồm: (1) Chỉ số tăng trưởng TTBĐS; (2) Chỉ số giá bất động sản; (3) Giá bất động sản/m^2; (4) Bong bóng TTBĐS.

+ *Chỉ số tăng trưởng TTBĐS*: đây là chỉ số đo lường mức tăng trưởng về tiêu dùng và đầu tư vào TTBĐS của toàn bộ nền kinh tế trong một khoảng thời gian nhất định. Chỉ số này cũng cho thấy mức tăng trưởng trong giá trị thị trường của bất động sản thông qua hoạt động đầu tư và cho thuê bất động sản. Do vậy, chỉ số này có ưu điểm lớn khi phản ánh tổng thể các giao dịch trên TTBĐS. Chỉ số này đã được khá nhiều bài nghiên cứu trước sử dụng, có thể kể đến nghiên cứu của Ni và Liu (2011), Chen và các cộng sự (2017), Lambertini và các cộng sự (2017).

+ *Chỉ số giá bất động sản và giá bất động sản/m^2*: hai chỉ số này đều phản ánh diễn biến về giá bất động sản trên thị trường, do đó cũng được khá nhiều nghiên cứu trước sử dụng. Tuy nhiên, để sử dụng được hai chỉ số này, đòi hỏi bài nghiên cứu phải thực hiện tại quốc gia có đầy đủ dữ liệu về giá bất động sản trong một thời gian dài (đủ tin cậy).

+ *Chỉ số bong bóng TTBĐS:* bản chất của chỉ số này cũng được đo lường dựa vào diễn biến giá bất động sản trên thị trường. Tuy nhiên, chỉ số bong bóng TTBĐS tập trung vào việc xác định những giai đoạn xảy ra bong bóng bất động sản. Do đó, chỉ số này phù hợp với các nghiên cứu về bong bóng bất động sản, chẳng hạn như nghiên cứu của Cerutti và các cộng sự (2017).

- Các chỉ số đo lường phát triển tài chính:

Về mặt lý thuyết, phát triển tài chính được đo lường chủ yếu thông qua sự cải thiện về độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính và ổn định tài chính của của khu vực ngân hàng và TTCK. Cách đo lường này có ưu điểm khi phản ánh được bản chất đa chiều theo các góc độ khác nhau của phát triển tài chính. Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm chỉ đo lường phát triển tài chính thông qua sự phát triển riêng lẻ của khu vực ngân hàng, hoặc TTCK. Trong đó, phát triển tài chính thường được

thể hiện chủ yếu dưới dạng độ sâu tài chính (tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân và giá trị vốn hoá TTCK) và ổn định tài chính (biến động TTCK).

+ *Phát triển tài chính thông qua khu vực ngân hàng*: hầu hết các nghiên cứu trước tập trung đo lường phát triển tài chính thông qua độ sâu tài chính của khu vực ngân hàng (tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân / GDP) và dư nợ tín dụng ngân hàng. Đối với chỉ số dư nợ tín dụng ngân hàng, đây là chỉ số phản ánh tổng thể về hoạt động tín dụng của ngân hàng. Tuy nhiên, phát triển tài chính có thể được hiểu là một phần của phát triển khu vực tư nhân (Svirydzenka, 2016). Do đó, các nghiên cứu trước về phát triển tài chính thường sử dụng chỉ số tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (ví dụ: Arestis & Gonzalez, 2014; Shen & các cộng sự, 2016; Choi & Park, 2017; Lim, 2018), chỉ số này phản ánh độ sâu tài chính trong bộ chỉ số phát triển tài chính của IMF và World Bank. Ngoài ra, tồn tại một số nghiên cứu sử dụng chỉ số bong bóng tín dụng, chỉ số này tập trung vào việc xác định những giai đoạn xảy ra bong bóng tín dụng, do đó ít được sử dụng.

+ *Phát triển tài chính thông qua TTCK*: hầu hết các nghiên cứu trước đã cho rằng phát triển tài chính thông qua TTCK được đo lường bằng biến động TTCK, cụ thể là biến động của chỉ số chứng khoán. Cách đo lường này cho thấy sự biến động của TTCK, có nghĩa là ổn định tài chính thông qua TTCK (Heaney & Srianantha kumar, 2012; Tsai, 2015; Liow & các cộng sự, 2019; Liu & các cộng sự, 2019; Xia & các cộng sự, 2019; Tiwari & các cộng sự, 2020). Chỉ số này cũng đại diện cho ổn định tài chính trong bộ chỉ số phát triển tài chính của World Bank. Ngoài ra, phát triển tài chính thông qua TTCK còn được đo lường thông qua giá trị vốn hóa TTCK (Choi & Park, 2017), chỉ số này đại diện cho độ sâu tài chính trong bộ chỉ số phát triển tài chính của IMF và World Bank.

- **Các biến kiểm soát:**

Trong các nghiên cứu trước, tồn tại rất ít nghiên cứu đưa biến kiểm soát vào mô hình nghiên cứu. Trong đó, tập trung chủ yếu ở một số biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô, chẳng hạn như tăng trưởng kinh tế (Liang & Cao, 2007; Ibrahim, 2010; Igan & các cộng sự, 2011; Yunus, 2012; Choi & Park, 2017; Gasparėnienė & các cộng sự,

2017) và chỉ số giá tiêu dùng (Ibrahim, 2010; Yunus, 2012; Choi & Park, 2017; Gasparėnienė & các cộng sự, 2017).

- Phương pháp phân tích:

Hầu hết các nghiên cứu trước đều sử dụng phương pháp phân tích định lượng. Tuy nhiên, ứng với mỗi dạng dữ liệu và mục tiêu nghiên cứu, sẽ có những phương pháp phân tích phù hợp được áp dụng. Đối với các bài nghiên cứu về mối quan hệ giữa các chuỗi dữ liệu, những phương pháp phân tích thường được sử dụng gồm: VAR, VECM, ARDL. Trong đó, phương pháp VAR được sử dụng trong nghiên cứu của Ibrahim (2010), Hott (2011), Ni và Liu (2011), Ibrahim và Law (2014), Li và các cộng sự (2015), Chen và các cộng sự (2017), Shi và các cộng sự (2017), Funkea và các cộng sự (2018). Phương pháp VECM được tìm thấy trong nghiên cứu của Gimeno và Martínez-Carrascal (2010), Ibrahim (2010), Ni và Liu (2011), Anundsen và Jansen (2013), Jiang và các cộng sự (2018). Phương pháp ARDL được sử dụng trong các nghiên cứu của Liang và Cao (2007), Lean và Smyth (2014), Bahmani-Oskooee và Ghodsi (2018).

2.4.2. Nhận xét về khoảng trống trong các nghiên cứu trước

Bất động sản là chủ đề thú vị của nhiều nghiên cứu từ năm 1990 (Wheaton, 1999). TTBĐS có thể được giải thích bởi các yếu tố tài chính tốt hơn so với các yếu tố kinh tế thông thường (Choi & Park, 2017). Mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế là chủ đề đã được đề cập trong rất nhiều nghiên cứu trước (Gerschenkron, 1962; Levine & Zervos, 1998; Graff, 2003; Choi & Park, 2017). Tuy nhiên, mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS chưa được quan tâm nhiều trong các nghiên cứu thực nghiệm. Do đó, đây là chủ đề thú vị nhưng ít gặp trong các nghiên cứu thực nghiệm, đây cũng là khoảng trống lớn trong các nghiên cứu trước.

Ngoài ra, qua quá trình lược khảo các bài nghiên cứu trước, tác giả thấy rằng các nghiên cứu này còn một số hạn chế như:

- Thứ nhất, chưa có sự thống nhất về cách đo lường phát triển tài chính. Về mặt lý thuyết, phát triển tài chính được đo lường thông qua sự cải thiện về độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính, ổn định tài chính của khu vực ngân hàng và TTCK. Cách đo lường này cũng phù hợp với bộ chỉ số phát triển tài chính của IMF và World Bank. Tuy nhiên, trong các nghiên cứu trước có liên quan đến đề tài luận án,

hầu hết các nghiên cứu này chỉ xem xét phát triển tài chính thông qua sự phát triển của khu vực ngân hàng, hoặc TTCK. Trong đó, phát triển tài chính thường được tập trung ở độ sâu tài chính (tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân, giá trị vốn hóa TTCK) và ổn định tài chính (biến động TTCK). Có thể nói rằng, hầu như chưa có nghiên cứu nào xem xét mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS, mà trong đó phát triển tài chính được đo lường thông qua độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính, ổn định tài chính của khu vực ngân hàng và TTCK. Do vậy, cách đo lường phát triển tài chính được sử dụng trong các nghiên cứu trước chưa tính đến bản chất đa chiều phức tạp của phát triển tài chính. Hay nói cách khác, việc hoàn thiện cách đo lường phát triển tài chính khi xem xét mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS trong các nghiên cứu thực nghiệm là điều rất cần thiết.

- Thứ hai, hầu hết các nghiên cứu trước chỉ mới dừng lại ở việc kiểm định mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS, số lượng các nghiên cứu thực nghiệm ứng dụng lý thuyết hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng vào việc giải thích mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS chưa nhiều. Do vậy, trong các nghiên cứu trước, vấn đề giải thích cơ chế tác động trong mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS còn khá hạn chế.

- Thứ ba, hầu hết các nghiên cứu trước tập trung chủ yếu ở các quốc gia phát triển, còn thiếu vắng các nghiên cứu về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS ở các quốc gia đang phát triển. Trong khi đó, mối quan hệ này ở các quốc gia đang phát triển có thể tồn tại sự khác biệt so với các quốc gia phát triển. Bởi vì, ở các quốc gia phát triển, với sự phát triển tốt của khu vực ngân hàng và TTCK, các dịch vụ tài chính sẽ tốt hơn so với các quốc gia đang phát triển (King & Levine, 1993; Bencivenga & các cộng sự, 1995; Esso, 2010). Do đó, ở các quốc gia phát triển, nguồn vốn có thể được tiếp cận từ TTCK và khu vực ngân hàng (trong đó có thế chấp bất động sản để vay vốn). Ở các quốc gia đang phát triển, việc tiếp cận vốn từ khu vực ngân hàng thông qua thế chấp bất động sản là chủ yếu, điều này cũng góp phần làm giảm sự không hoàn hảo của thị trường tài chính (Lim, 2018). Do vậy, mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS là chủ đề nghiên cứu thú vị và rất cần thiết đối với các quốc gia đang phát triển.

- Thứ tư, tại Việt Nam, theo tìm hiểu của tác giả thì chưa có bài nghiên cứu nào phân tích mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS. Hầu hết các nghiên cứu tại

Việt Nam chỉ tập trung phân tích thực trạng chung về TTBĐS và phát triển tài chính, một số nghiên cứu tiến hành phân tích (định tính) về mối quan hệ giữa TTCK và TTBĐS (như Trần Quốc Tuấn, 2008). Ngoài ra, cũng tồn tại một số ít nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích định lượng để xem xét mối quan hệ giữa TTCK và TTBĐS tại TP.HCM như nghiên cứu của Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2016); Hoặc phân tích mối quan hệ giữa chính sách tín dụng và TTBĐS như nghiên cứu của Phạm Hữu Hồng Thái và Hồ Thị Lam (2016). Tuy nhiên, các bài nghiên cứu này tập trung phân tích mối quan hệ giữa TTCK hoặc chính sách tín dụng với TTBĐS tại TP.HCM (đo lường thông qua chỉ số giá nhà ở tại TP.HCM do tập đoàn Savills công bố), các bài nghiên cứu này còn hạn chế khi chưa đề cập đến các yếu tố khác có thể đại diện cho phát triển tài chính và có mối quan hệ với TTBĐS trong phạm vi cả nước.

Từ những vấn đề đã đặt ra như trên, tác giả sẽ nỗ lực xác định các chỉ số đại diện cho phát triển tài chính và có mối quan hệ với TTBĐS Việt Nam, trong đó đặc biệt chú ý đến việc nhận dạng thêm các chỉ số mới (so với các nghiên cứu trước) và có mối quan hệ với TTBĐS Việt Nam. Tác giả sẽ đào sâu những vấn đề còn tản mạn, đồng thời tập trung xây dựng và kiểm định mô hình nghiên cứu để có cơ sở đưa ra các nhận định cũng như hàm ý chính sách phù hợp với nước ta trong thời gian tới.

Kết luận chương 2

Chương 2 đã trình bày tổng quan lý thuyết về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS. Đồng thời, chương này còn trình bày kết quả của các nghiên cứu trước có liên quan đến đề tài luận án. Kết quả của các nghiên cứu này cho thấy có nhiều quan điểm trái ngược nhau về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS, tuy nhiên tập trung chủ yếu ở ba quan điểm chính sau: (1) Tồn tại mối quan hệ hai chiều giữa phát triển tài chính và TTBĐS; (2) Tồn tại tác động một chiều từ phát triển tài chính đến TTBĐS; (3) Tồn tại tác động một chiều từ TTBĐS đến phát triển tài chính. Dựa trên cơ sở này, tác giả đã xác định được khoảng trống trong các nghiên cứu trước. Cụ thể, mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS là chủ đề thú vị nhưng ít gặp trong các nghiên cứu thực nghiệm. Đồng thời, các nghiên cứu trước còn gặp nhiều hạn chế về cách đo lường phát triển tài chính. Có thể nói rằng, hầu như chưa có nghiên cứu nào phân tích mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS, mà trong đó phát triển tài chính được đo lường thông qua sự cải thiện về độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính và ổn định tài chính của khu vực ngân hàng và TTCK. Ngoài ra, theo tìm hiểu của tác giả, chưa có nghiên cứu nào tiến hành phân tích mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Do vậy, đây là vấn đề nghiên cứu thú vị và cần được thực hiện.

Dựa trên cơ sở lý thuyết, kết quả các nghiên cứu trước và tình hình thực tiễn, tác giả sẽ tiến hành thực hiện các nội dung tiếp theo của đề tài luận án.

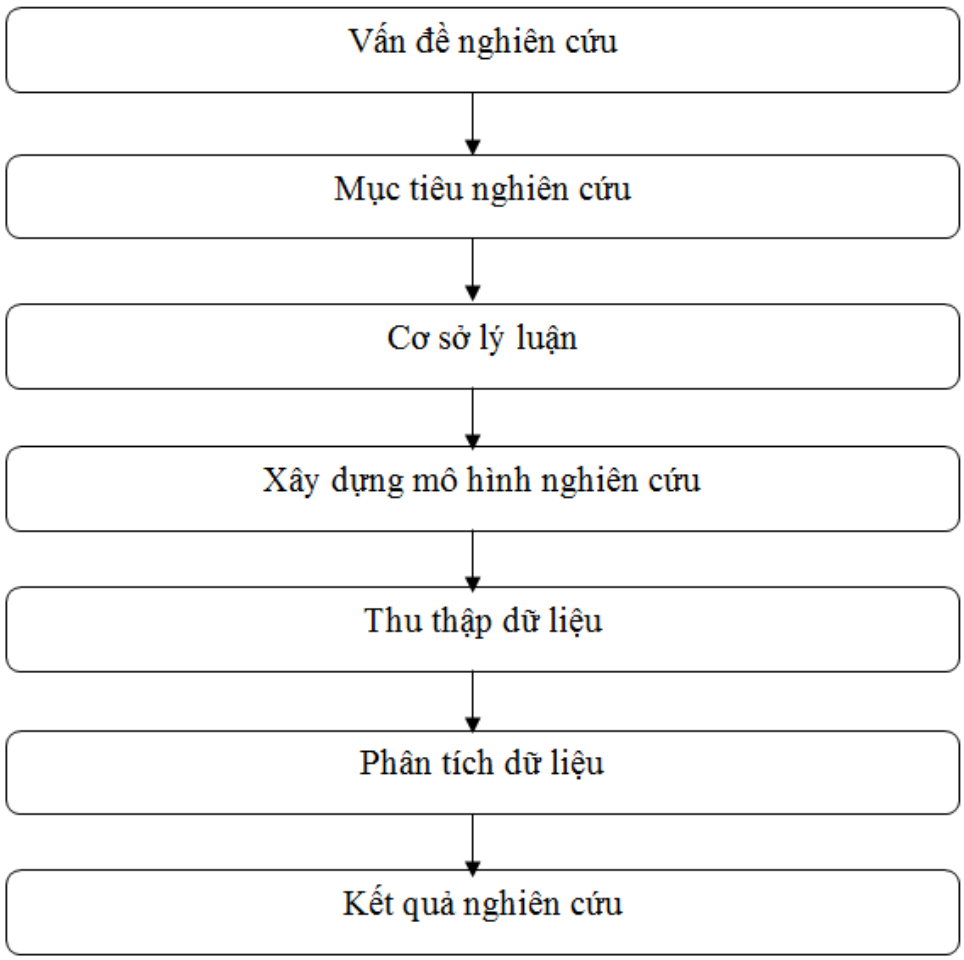
CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Chương 3 tập trung trình bày phương pháp nghiên cứu của đề tài luận án. Chương này gồm các phần: (1) Phương pháp tiếp cận; (2) Giả thuyết nghiên cứu và mô hình nghiên cứu; (3) Phương pháp thu thập dữ liệu; (4) Phương pháp phân tích.

.

3.1. Phương pháp tiếp cận

Đề tài luận án áp dụng cách tiếp cận dựa trên cơ sở lý thuyết và kết quả của các nghiên cứu trước có liên quan đến lĩnh vực nghiên cứu. Toàn bộ quy trình nghiên cứu sẽ được thực hiện theo sơ đồ sau:



Nguồn: Tác giả đề xuất.

Hình 3.1. Quy trình nghiên cứu

Trên cơ sở vấn đề nghiên cứu, tác giả sẽ tiến hành xác định mục tiêu nghiên cứu. Sau đó, tác giả dựa trên cơ sở lý thuyết và kết quả của các công trình nghiên cứu trước có liên quan để xây dựng mô hình nghiên cứu. Tiếp theo, tác giả sẽ tiến hành thu thập dữ liệu và phân tích dữ liệu. Tác giả sử dụng kết hợp phương pháp phân tích định tính và phương pháp phân tích định lượng. Đối với phương pháp phân tích định lượng, phương pháp VAR / VECM / ARDL được sử dụng nhằm nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Dựa trên kết quả mô hình nghiên cứu, tác giả sẽ đề xuất các hàm ý chính sách nhằm thúc đẩy phát triển tài chính và TTBĐS tại Việt Nam.

3.2. Giả thuyết nghiên cứu và mô hình nghiên cứu

3.2.1. Giả thuyết nghiên cứu

Phát triển tài chính sẽ làm cho giá trị của cải (tài sản trong danh mục nắm giữ và lợi nhuận đầu tư) của hộ gia đình và doanh nghiệp gia tăng, họ sẽ cảm thấy tài sản tăng giá trị, giàu có hơn và gia tăng chi tiêu. Đồng thời, nhu cầu về nhà ở và đầu tư vào TTBĐS cũng tăng lên, điều này sẽ làm cho TTBĐS phát triển. Ngược lại, khi phát triển tài chính suy giảm sẽ làm cho giá trị của cải của hộ gia đình và doanh nghiệp giảm xuống. Để đảm bảo an toàn trong cuộc sống dài hạn và cân đối thu chi, họ sẽ cắt giảm bớt chi tiêu và đầu tư, làm cho TTBĐS giảm sút. Do vậy, phát triển tài chính có tác động không nhỏ, theo hướng cùng chiều đến TTBĐS. Điều này phù hợp với hiệu ứng của cải và cũng được tìm thấy trong hầu hết các nghiên cứu trước, chẳng hạn như: Liang và Cao (2007), Bunda và Zorzi (2010), Gimeno và Martínez-Carrascal (2010), Ibrahim (2010), Che và các cộng sự (2011), Su (2011), Su và các cộng sự (2011), Hui và các cộng sự (2011), Hott (2011), Ni và Liu (2011), Heaney và Srianantha kumar (2012), Anundsen và Jansen (2013), Ding và các cộng sự (2014), Hui và Chan (2014), Ibrahim và Law (2014), Lean và Smyth (2014), Tsai (2015), Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2016), Shen và các cộng sự (2016), Yuksel (2016), Cerutti và các cộng sự (2017), Gasparėnienė và các cộng sự (2017), Lambertini và các cộng sự (2017), Shi và các cộng sự (2017), Zhao và các cộng sự (2017), Bahmani-Oskooee và Ghodsi (2018), Funkea và các cộng sự (2018), Jiang và các cộng sự (2018), Lim (2018). Tuy nhiên, khi lượng vốn vào TTBĐS gia tăng quá mức, có thể tạo ra hiện tượng bong bóng

trên TTBĐS, làm cho TTBĐS có nguy cơ gặp suy thoái và giảm sút mạnh trong tương lai. Hay nói cách khác, phát triển tài chính có thể tác động ngược chiều đến TTBĐS trong dài hạn. Kết quả này cũng được tìm thấy trong nghiên cứu thực nghiệm của Liu và Su (2010), Yunus (2012), Li và các cộng sự (2015), Ali và Zaman (2017). Nhìn chung, tác động của phát triển tài chính đến TTBĐS có nhiều quan điểm trái ngược nhau, nhưng xu hướng tác động chủ yếu (được tìm thấy trong các nghiên cứu trước) là cùng chiều. Tại Việt Nam, phát triển tài chính có vai trò không nhỏ trong việc cung ứng nguồn vốn nhằm thúc đẩy TTBĐS phát triển, đặc biệt là nguồn vốn từ khu vực ngân hàng (thông qua việc thế chấp bất động sản).

Ở chiều ngược lại, khi TTBĐS phát triển, những người nắm giữ bất động sản có thể dễ dàng tiếp cận nguồn vốn vay từ khu vực ngân hàng thông qua thế chấp bất động sản, điều này giúp họ có thể mở rộng đầu tư, đồng thời phát triển tài chính cũng được cải thiện. Bởi vì, khi lượng tín dụng cung ứng cho nền kinh tế gia tăng, khu vực ngân hàng sẽ phát triển. Đồng thời, các nhà đầu tư tiếp cận được nguồn vốn vay cũng có thể mở rộng đầu tư sang TTCK, làm cho TTCK phát triển. Do đó, Gibson (2009) đã cho rằng TTBĐS có thể góp phần cải thiện phát triển tài chính của mỗi quốc gia. Điều này phù hợp với hiệu ứng tín dụng. Nhận định này cũng được tìm thấy trong các nghiên cứu thực nghiệm của Gimeno và Martínez-Carrascal (2010), Hott (2011), Hui và các cộng sự (2011), Igan và các cộng sự (2011), Su (2011), Su và các cộng sự (2011), Heaney và Sriananthakumar (2012), Anundsen và Jansen (2013), Arestis và Gonzalez (2014), Hui và Chan (2014), Ibrahim và Law (2014), Tsai (2015), Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2016), Shen và các cộng sự (2016), Yuksel (2016), Zhao và các cộng sự (2017), Bahmani-Oskooee và Ghodsi (2018). Tuy nhiên, TTBĐS có thể gây ra bất ổn tài chính và gây lo ngại cho các nền kinh tế mới nổi, cuộc khủng hoảng tài chính xuất hiện vào cuối năm 2007 là một minh chứng cho điều này (Zhang & các cộng sự, 2016). Nhận định này phù hợp với quan điểm của Liu và Su (2010), Li và các cộng sự (2015), Ali và Zaman (2017), Shi và các cộng sự (2017). Vậy, tác động của TTBĐS đến phát triển tài chính vẫn còn nhiều quan điểm trái ngược nhau, tuy nhiên xu hướng tác động chủ yếu là cùng chiều. Việt Nam là quốc gia đang phát triển, khu vực ngân hàng vẫn giữ vai trò nòng cốt trong việc cung ứng nguồn vốn tín dụng cho nền kinh tế (Batten & Vo, 2016), trong đó chủ yếu là thông qua hình thức thế chấp bất động sản. Điều này

sẽ góp phần làm giảm sự không hoàn hảo của phát triển tài chính (Lim, 2018). Do vậy, TTBĐS có thể tác động không nhỏ đến phát triển tài chính.

Nhìn chung, có thể tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Trong đó, phát triển tài chính có thể được đo lường thông qua sự cải thiện về độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính, ổn định tài chính của khu vực ngân hàng và TTCK (Pradhan & các cộng sự, 2014; Pradhan & các cộng sự, 2018; Mollaahmetoğlu & Akçalı, 2019; Sobiech, 2019; Nasreen & các cộng sự, 2020; Sethi & các cộng sự, 2020). Cách đo lường này có ưu điểm lớn khi phản ánh được bản chất đa chiều theo các góc độ khác nhau của phát triển tài chính (Svirydzenka, 2016). Dựa trên cơ sở này, tác giả sẽ đề xuất các giả thuyết nghiên cứu như sau:

- Mối quan hệ giữa độ sâu tài chính và TTBĐS:

Khi độ sâu tài chính được cải thiện, lượng vốn của khu vực ngân hàng và TTCK vào TTBĐS có thể sẽ gia tăng. Đồng thời, nhu cầu về nhà ở và đầu tư vào TTBĐS cũng tăng lên, làm cho TTBĐS phát triển. Ở chiều ngược lại, khi TTBĐS phát triển, những người nắm giữ bất động sản có thể dễ dàng tiếp cận nguồn vốn từ khu vực ngân hàng thông qua thế chấp bất động sản, qua đó lượng tín dụng do khu vực ngân hàng cung ứng cho nền kinh tế sẽ gia tăng. Những doanh nghiệp nắm giữ bất động sản sẽ có nhiều cơ hội để đầu tư và phát triển, điều này sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến giá cổ phiếu của những doanh nghiệp này trên TTCK. Khi dễ dàng tiếp cận được nguồn vốn, các hộ gia đình cũng có thể mở rộng đầu tư sang TTCK. Vậy, TTBĐS có thể góp phần cải thiện độ sâu tài chính. Nhìn chung, có thể tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa độ sâu tài chính và TTBĐS. Mối quan hệ này phù hợp với lý thuyết hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng, đồng thời cũng phù hợp với nhận định trước đó của Bunda và Zorzi (2010), Hott (2011), Igan và các cộng sự (2011), Arestis và Gonzalez (2014), Shen và các cộng sự (2016), Choi và Park (2017), Lim (2018). Dựa trên cơ sở này, tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H_1: Tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa độ sâu tài chính và TTBĐS Việt Nam.

- Mối quan hệ giữa hiệu quả tài chính và TTBĐS:

Hiệu quả tài chính gia tăng sẽ là cơ sở quan trọng để khu vực ngân hàng và TTCK cải thiện chất lượng dịch vụ và phát triển. Qua đó, các dịch vụ tài chính và lượng vốn từ

khu vực tài chính vào TTBĐS sẽ gia tăng, làm cho thị trường này phát triển. Ở chiều ngược lại, khi TTBĐS phát triển, khả năng tiếp cận vốn vay của những người nắm giữ bất động sản sẽ được cải thiện, khu vực ngân hàng sẽ gia tăng lượng tín dụng cung ứng cho nền kinh tế và gia tăng lợi nhuận. Đồng thời, các nhà đầu tư khi tiếp cận được nguồn vốn cũng có xu hướng mở rộng đầu tư sang TTCK, làm cho hiệu suất hoạt động của thị trường này gia tăng. Vậy, có thể tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa hiệu quả tài chính và TTBĐS. Mối quan hệ này phù hợp với lý thuyết hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng. Do đó, tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H_2: Tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa hiệu quả tài chính và TTBĐS Việt Nam.

- Mối quan hệ giữa khả năng tiếp cận tài chính và TTBĐS:

Khi khả năng tiếp cận tài chính được cải thiện, TTBĐS sẽ dễ dàng tiếp cận nguồn vốn hơn, điều này có thể kích thích TTBĐS phát triển. Ở chiều ngược lại, khi TTBĐS phát triển, các doanh nghiệp nắm giữ bất động sản sẽ có nhiều điều kiện thuận lợi để tiếp cận vốn từ khu vực ngân hàng, các doanh nghiệp này sẽ mở rộng quy mô, TTCK sẽ hình thành nhiều doanh nghiệp có quy mô lớn, có nghĩa là khả năng tiếp cận tài chính thông qua TTCK sẽ được cải thiện. Vậy, khả năng tiếp cận tài chính có thể tồn tại mối quan hệ cùng chiều với TTBĐS, điều này cũng phù hợp với lý thuyết hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng. Dựa trên cơ sở này, tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H_3: Tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa khả năng tiếp cận tài chính và TTBĐS Việt Nam.

- Mối quan hệ giữa ổn định tài chính và TTBĐS:

Ổn định tài chính cho thấy sự ổn định khi thực hiện hiệu quả các chức năng của khu vực ngân hàng và TTCK. Trong các nghiên cứu thực nghiệm về ổn định tài chính và TTBĐS, ổn định tài chính thường được đo lường thông qua biến động TTCK. Mặc dù, sự biến động của TTCK thể hiện bất ổn tài chính. Tuy nhiên, sự biến động của TTCK có thể kích thích TTBĐS phát triển. Thật vậy, khi TTCK tăng trưởng cao, điều này sẽ kích thích lượng vốn từ TTCK vào TTBĐS, tức là thúc đẩy TTBĐS phát triển. Khi TTCK biến động theo chiều hướng giảm, điều này có thể dẫn đến việc các nhà đầu tư có xu hướng chuyển vốn từ TTCK sang TTBĐS, làm cho TTBĐS gia tăng. Ở chiều ngược lại, khi TTBĐS phát triển, đây có thể là tín hiệu kích thích TTCK hoạt động sôi

động hơn (gia tăng sự biến động của TTCK). Do vậy, có thể tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa biến động TTCK và TTBĐS. Mối quan hệ này phù hợp với lý thuyết hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng. Vậy, tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H_4: Tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa ổn định tài chính và TTBĐS Việt Nam.

3.2.2. Mô hình nghiên cứu

3.2.2.1. Cơ sở xây dựng mô hình nghiên cứu

Dựa trên cơ sở kết quả các nghiên cứu trước và giả thuyết nghiên cứu, tác giả tiến hành xây dựng mô hình nghiên cứu về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Các biến trong mô hình nghiên cứu bao gồm:

- **Biến đo lường TTBĐS:**

Tác giả đo lường TTBĐS thông qua chỉ số tăng trưởng TTBĐS (REM) do Tổng Cục Thống kê Việt Nam công bố. Chỉ số này cho thấy mức tăng trưởng hàng quý (so với cùng kỳ năm trước) trong tiêu dùng và đầu tư (Y) vào TTBĐS của toàn bộ nền kinh tế.

$$Y = I + C$$

Trong đó: I là tổng giá trị đầu tư của doanh nghiệp và hộ gia đình vào TTBĐS (như mua bất động sản, đầu tư xây dựng bất động sản). C là tổng chi cho tiêu dùng của hộ gia đình vào TTBĐS (như chi phí thuê nhà ở).

Tác giả đo lường REM dưới dạng tăng trưởng hàng quý (so với cùng kỳ năm trước) dựa trên số liệu có sẵn của Tổng Cục Thống kê Việt Nam, đồng thời cách đo lường này cũng hiệu chỉnh được yếu tố mùa vụ trong chuỗi dữ liệu. REM cho thấy mức tăng trưởng trong giá trị thị trường của bất động sản thông qua hoạt động đầu tư và cho thuê. Hay nói cách khác, chỉ số này cho thấy tổng thể các giao dịch trên TTBĐS, mang tính bao quát hơn so với các chỉ số khác được sử dụng trong một số nghiên cứu trước (như: chỉ số giá bất động sản, giá bất động sản/m2, bong bóng TTBĐS). Mặt khác, ở Việt Nam, hiện chưa có dữ liệu đáng tin cậy về chỉ số giá bất động sản, giá bất động sản/m2, bong bóng TTBĐS trong một khoảng thời gian dài. Mặc dù Tập đoàn Savills có cung cấp dữ liệu theo quý về chỉ số giá nhà ở tại thành phố Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn từ quý 1 năm 2009 đến nay, nhưng chuỗi dữ liệu này còn khá ngắn và được

xây dựng cũng như tính toán dựa trên mẫu các dự án do Tập đoàn Savills tự xác định nên còn nhiều hạn chế. Do vậy, tác giả đo lường TTBĐS thông qua chỉ số tăng trưởng TTBĐS (REM) do Tổng Cục thống kê Việt Nam công bố. Chỉ số này cũng được sử dụng trong nghiên cứu của Ni và Liu (2011), Assaf và các cộng sự (2014), Chen và các cộng sự (2017), Okwu và các cộng sự (2017), Lambertini và các cộng sự (2017), Ume (2017), Zhang và các cộng sự (2018), Su và Taltavull (2019), Muda và các cộng sự (2020).

- **Biến đo lường phát triển tài chính:**

Tác giả đo lường phát triển tài chính thông qua sự cải thiện về độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính, ổn định tài chính của khu vực ngân hàng và TTCK. Cách đo lường này đã tính đến bản chất đa chiều theo các góc độ khác nhau của phát triển tài chính (Svirydzenka, 2016). Gần đây, việc đo lường phát triển tài chính thông qua sự cải thiện về độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính, ổn định tài chính của khu vực ngân hàng và TTCK đã được sử dụng trong một số nghiên cứu thực nghiệm, chủ yếu là các nghiên cứu tập trung xác định cách đo lường phát triển tài chính hoặc các nghiên cứu về tác động của phát triển tài chính đến nền kinh tế, chẳng hạn như: Pradhan và các cộng sự (2014), Pradhan và các cộng sự (2018), Mollaahmetoğlu và Akçalı (2019), Sobiech (2019), Nasreen và các cộng sự (2020), Sethi và các cộng sự (2020). Cách đo lường này cũng phù hợp với bộ chỉ số phát triển tài chính của IMF và World Bank.

Qua quá trình lược khảo các nghiên cứu trước về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS, tác giả thấy rằng hầu hết các nghiên cứu này chỉ xem xét phát triển tài chính thông qua độ sâu tài chính (tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân, giá trị vốn hoá TTCK) và ổn định tài chính (biến động TTCK). Có thể nói rằng, cách đo lường này gặp nhiều hạn chế khi chưa phản ánh được bản chất đa chiều của phát triển tài chính, đây cũng là khoảng trống lớn trong các nghiên cứu trước. Do đó, trong đề tài luận án này, tác giả sẽ khắc phục hạn chế trong các nghiên cứu trước bằng việc đo lường phát triển tài chính thông qua sự cải thiện về độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính, ổn định tài chính của khu vực ngân hàng và TTCK.

+ Biến đo lường độ sâu tài chính:

✓ *Tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP)*: chỉ số này cho thấy độ sâu tài chính của khu vực ngân hàng. Hay nói cách khác, chỉ số này phản ánh quy mô của khu vực ngân hàng so với nền kinh tế. Về cách đo lường, chỉ số tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân được đo lường thông qua tỷ lệ dư nợ tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân so với tổng sản phẩm quốc nội. Để hiệu chỉnh yếu tố mùa vụ, tác giả đo lường chỉ số này dưới dạng tăng trưởng hàng quý (so với cùng kỳ năm trước). Chỉ số tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân cho biết quy mô tín dụng nội địa cung ứng cho khu vực tư nhân (hộ gia đình và tổ chức phi tài chính) nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư và tiêu dùng trong nền kinh tế. Do vậy, chỉ số này cao sẽ hàm ý phát triển tài chính được cải thiện và ngược lại. Svirydzenka (2016) cho rằng phát triển tài chính có thể được hiểu là một phần của phát triển khu vực tư nhân. Do đó, tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân là chỉ số quan trọng đại diện cho phát triển tài chính. Chỉ số này cũng được sử dụng trong nhiều nghiên cứu trước, chẳng hạn: Bunda và Zorzi (2010), Igan và các cộng sự (2011), Arestis và Gonzalez (2014), Pradhan và các cộng sự (2014), Shen và các cộng sự (2016), Lim (2018), Pradhan và các cộng sự (2018), Mollaahmetoğlu và Akçalı (2019), Sobiech (2019), Nasreen và các cộng sự (2020), Sethi và các cộng sự (2020). Đồng thời, đây cũng là chỉ số quan trọng đại diện cho độ sâu tài chính của khu vực ngân hàng trong bộ chỉ số phát triển tài chính của IMF và World Bank. Chỉ số tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân gia tăng có thể kích thích nhu cầu đầu tư và tiêu dùng, qua đó có thể thúc đẩy TTBĐS phát triển. Ở chiều ngược lại, khi TTBĐS phát triển, những người nắm giữ bất động sản có thể dễ dàng tiếp cận nguồn vốn từ khu vực ngân hàng thông qua thế chấp bất động sản, do đó lượng tín dụng cung ứng sẽ gia tăng. Vậy, chỉ số tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân được tác giả kỳ vọng sẽ có mối quan hệ cùng chiều với TTBĐS Việt Nam.

✓ *Giá trị vốn hóa TTCK (SMC)*: chỉ số này đại diện cho độ sâu tài chính của TTCK, có nghĩa là quy mô của TTCK so với nền kinh tế. Về cách đo lường, chỉ số này được đo lường thông qua tỷ lệ giá trị vốn hoá trung bình trong kỳ của TTCK so với tổng sản phẩm quốc nội. Để hiệu chỉnh yếu tố mùa vụ, tác giả đo lường chỉ số này dưới dạng tăng trưởng hàng quý (so với cùng kỳ năm trước). Chỉ số này đã được sử dụng trong

nghiên cứu của Pradhan và các cộng sự (2014), Choi và Park (2017), Asteriou và Spanos (2018), Pradhan và các cộng sự (2018), Nasreen và các cộng sự (2020), Sethi và các cộng sự (2020). Đây cũng là chỉ số đại diện cho độ sâu tài chính của TTCK trong bộ chỉ số phát triển tài chính của IMF và World Bank. Chỉ số giá trị vốn hóa TTCK cao sẽ hàm ý phát triển tài chính được cải thiện và ngược lại. Khi quy mô của TTCK gia tăng, lượng vốn từ TTCK vào TTBĐS có thể được cải thiện, làm cho TTBĐS phát triển. Ngược lại, khi TTBĐS phát triển, những người nắm giữ bất động sản sẽ có nhiều điều kiện thuận lợi để tiếp cận vốn từ khu vực ngân hàng, đồng thời họ cũng có thể mở rộng đầu tư sang TTCK, làm cho quy mô của TTCK được cải thiện. Do đó, giá trị vốn hóa TTCK được tác giả kỳ vọng sẽ có mối quan hệ cùng chiều với TTBĐS Việt Nam.

+ Biến đo lường hiệu quả tài chính:

✓ *Chênh lệch lãi suất (LDS)*: chỉ số này đại diện cho hiệu quả tài chính của khu vực ngân hàng, đây cũng là chỉ số quan trọng trong bộ chỉ số phát triển tài chính của IMF và World Bank. Về cách đo lường, chênh lệch lãi suất được đo lường bằng chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động. Chỉ số này cao sẽ hàm ý sự gia tăng trong nguồn thu nhập chính (từ cho vay) của khu vực ngân hàng, hay nói cách khác là phát triển tài chính được cải thiện. Không chỉ vậy, chênh lệch lãi suất còn là chỉ số cảnh báo sớm khủng hoảng đối với ngân hàng (Kaminsky & Reinhart, 1999; Godstein & các cộng sự, 2000). Do đó, ngoài việc phản ánh hiệu quả tài chính, chỉ số này còn cho thấy sự ổn định tài chính của khu vực ngân hàng. Chỉ số chênh lệch lãi suất đã được sử dụng trong một số nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế, chẳng hạn như: Sobiech (2019), Nasreen và các cộng sự (2020). Tuy nhiên, hầu như chưa có nghiên cứu nào xem xét mối quan hệ giữa chênh lệch lãi suất và TTBĐS, đây là điểm hạn chế trong các nghiên cứu trước. Trong các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS, tồn tại một số nghiên cứu đã đưa biến lãi suất vào mô hình nghiên cứu, tuy nhiên các nghiên cứu này sử dụng chủ yếu là lãi suất cho vay. Về kết quả nghiên cứu, Yuksel (2016) đã tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa lãi suất và TTBĐS. Một số nghiên cứu khác đã tìm thấy tác động cùng chiều của lãi suất đến TTBĐS, chẳng hạn: Liang và Cao (2007), Huang và các cộng sự (2015), Gasparėnienė và các cộng sự (2017). Trong khi đó, Gimeno và Martínez-Carrascal

(2010), Jiang và các cộng sự (2018) đã tìm thấy tác động ngược chiều của lãi suất đến TTBĐS. Với đề tài luận án này, tác giả sẽ đưa chỉ số chênh lệch lãi suất vào mô hình nghiên cứu nhằm đại diện cho hiệu quả tài chính của khu vực ngân hàng, đồng thời chỉ số này cũng phản ánh ổn định tài chính của khu vực ngân hàng. Tại Việt Nam, nguồn vốn vào TTBĐS được huy động chủ yếu thông qua ngân hàng, do đó chênh lệch lãi suất được tác giả kỳ vọng sẽ có mối quan hệ cùng chiều với TTBĐS. Cụ thể, khi chênh lệch lãi suất gia tăng, nguồn thu thập của ngân hàng được cải thiện, khu vực ngân hàng sẽ có điều kiện thuận lợi để cải thiện chất lượng dịch vụ và nâng cao năng lực cung ứng nguồn vốn cho nền kinh tế, qua đó cũng góp phần không nhỏ trong việc thúc đẩy TTBĐS phát triển theo. Ở chiều ngược lại, khi TTBĐS phát triển, nhu cầu vay vốn ngân hàng sẽ gia tăng, qua đó hiệu quả tài chính của khu vực ngân hàng có thể được cải thiện. Hay nói cách khác, tác giả kỳ vọng chênh lệch lãi suất và TTBĐS Việt Nam sẽ có mối quan hệ cùng chiều. Với việc đưa biến chênh lệch lãi suất vào mô hình nghiên cứu, tác giả kỳ vọng sẽ tạo ra điểm mới so với các bài nghiên cứu trước.

✓ *Hiệu quả TTCK (SME)*: chỉ số này đại diện cho hiệu quả tài chính của TTCK, đây cũng là chỉ số quan trọng trong bộ chỉ số phát triển tài chính của IMF và World Bank. Về cách đo lường, chỉ số này được đo lường thông qua tỷ lệ giữa tổng giá trị giao dịch trên thị trường trong kỳ chia cho giá trị vốn hóa thị trường trung bình trong kỳ. SME cao sẽ cho thấy hiệu suất hoạt động và thanh khoản của thị trường tốt, có nghĩa là phát triển tài chính được cải thiện và ngược lại. Ưu điểm của chỉ số này là phản ánh hiệu quả của TTCK thông qua việc sử dụng đồng thời dữ liệu của giá trị giao dịch và giá trị vốn hóa, khắc phục được những hạn chế khi sử dụng từng giá trị riêng lẻ (giá trị giao dịch hoặc giá trị vốn hóa) như một số quan điểm trước đây. Không chỉ vậy, Pan và Mishra (2017) còn cho rằng chỉ số hiệu quả TTCK phù hợp hơn so với chỉ số chứng khoán trong việc đại diện cho sự phát triển của TTCK. Hiệu quả TTCK cao sẽ hàm ý hiệu suất hoạt động và thanh khoản của thị trường tốt, điều này có thể làm cho lượng vốn từ TTCK vào TTBĐS gia tăng, qua đó sẽ thúc đẩy TTBĐS phát triển. Ở chiều ngược lại, khi TTBĐS phát triển, những người nắm giữ bất động sản sẽ có nhiều điều kiện thuận lợi để tiếp cận vốn và có thể mở rộng đầu tư sang TTCK, làm cho hiệu suất hoạt động và thanh khoản của TTCK được cải thiện. Do vậy, chỉ số này được tác giả kỳ vọng sẽ có mối quan hệ cùng chiều với TTBĐS. Chỉ số hiệu quả TTCK đã được sử dụng trong

một số nghiên cứu khi xem xét về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế, chẳng hạn như: Pradhan và các cộng sự (2014), Asteriou và Spanos (2018), Pradhan và các cộng sự (2018), Nasreen và các cộng sự (2020), Sethi và các cộng sự (2020). Tuy nhiên, còn thiếu vắng các nghiên cứu thực nghiệm tiến hành xem xét mối quan hệ giữa hiệu quả TTCK và TTBĐS. Trong khi đó, việc cải thiện về hiệu quả tài chính của TTCK có thể tồn tại mối quan hệ với TTBĐS. Do đó, biến hiệu quả TTCK được tác giả đưa vào mô hình nghiên cứu với kỳ vọng sẽ tạo ra điểm mới so với các bài nghiên cứu trước.

+ Biến đo lường khả năng tiếp cận tài chính:

Khả năng tiếp cận tài chính (SMA) thường được đo lường thông qua chỉ số khả năng tiếp cận tài chính của TTCK, đây cũng là chỉ số quan trọng trong bộ chỉ số phát triển tài chính của IMF và World Bank. Về cách đo lường, chỉ số này được đo lường thông qua tỷ lệ giá trị vốn hoá thị trường trung bình (không bao gồm 10 doanh nghiệp lớn nhất) trong kỳ so với giá trị vốn hoá thị trường trung bình (của toàn bộ thị trường) trong kỳ. Hay nói cách khác, khả năng tiếp cận tài chính cho thấy tỷ trọng về quy mô (giá trị vốn hoá) của các doanh nghiệp không thuộc top 10 doanh nghiệp lớn nhất so với quy mô của toàn bộ thị trường. Cụ thể: SMA = 1- Giá trị vốn hóa thị trường trung bình của top 10 doanh nghiệp trong kỳ / Giá trị vốn hóa thị trường trung bình của toàn bộ thị trường. Chỉ số này cao sẽ hàm ý khả năng tiếp cận tài chính cao và ngược lại. Điều này cũng dễ hiểu, bởi vì những doanh nghiệp lớn (top 10 doanh nghiệp lớn nhất) có tác dụng "dẫn dắt" thị trường phát triển, vai trò này được thể hiện rõ ở TTCK còn non trẻ như Việt Nam. Tuy nhiên, những doanh nghiệp lớn (top 10 doanh nghiệp lớn nhất) chiếm tỷ trọng cao trên thị trường sẽ tạo sự khó khăn cho các tổ chức phát hành mới khi gia nhập TTCK, làm giảm khả năng đáp ứng của TTCK đối với nhu cầu về vốn của khách hàng, có nghĩa là khả năng tiếp cận tài chính của TTCK giảm. Do đó, khi khả năng tiếp cận tài chính gia tăng sẽ nâng cao mức độ đáp ứng của TTCK đối với nhu cầu về vốn của khách hàng, điều này làm cho lượng vốn từ TTCK vào TTBĐS có thể được cải thiện. Đồng thời, khả năng tiếp cận tài chính cũng góp phần gia tăng thu nhập cho các nhà đầu tư trên TTCK, họ sẽ trở nên giàu có hơn, gia tăng nhu cầu về nhà ở và đầu tư vào TTBĐS. Điều này cho thấy, khả năng tiếp cận tài chính có thể kích thích TTBĐS phát

triển. Ở chiều ngược lại, khi TTBĐS phát triển, những doanh nghiệp nắm giữ bất động sản sẽ có nhiều điều kiện thuận lợi để tiếp cận vốn và mở rộng quy mô, TTCK sẽ hình thành nhiều doanh nghiệp có quy mô lớn (đặc biệt là những doanh nghiệp bất động sản), do đó khả năng tiếp cận tài chính của TTCK sẽ gia tăng. Vậy, khả năng tiếp cận tài chính có thể tồn tại mối quan hệ cùng chiều với TTBĐS. Chỉ số khả năng tiếp cận tài chính của TTCK đã được sử dụng trong nghiên cứu của Nasreen và các cộng sự (2020), đây là nghiên cứu xem xét mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, hầu như chưa có nghiên cứu nào tiến hành phân tích mối quan hệ giữa khả năng tiếp cận tài chính và TTBĐS. Tại Việt Nam, với xu hướng ứng dụng công nghệ vào lĩnh vực tài chính ngày càng gia tăng. Do đó, việc tiếp cận vốn của TTBĐS có thể sẽ không chịu ảnh hưởng nhiều bởi các yếu tố đại diện cho khả năng tiếp cận tài chính của khu vực ngân hàng, như: tỷ lệ số chi nhánh NHTM chia cho 100.000 người trưởng thành, tỷ lệ số máy ATM chia cho 100.000 người trưởng thành. Thay vào đó, khả năng tiếp cận tài chính của TTCK có thể sẽ tồn tại mối quan hệ mật thiết với TTBĐS. Với việc đưa biến khả năng tiếp cận tài chính của TTCK vào mô hình nghiên cứu, tác giả kỳ vọng sẽ tạo ra điểm mới so với các bài nghiên cứu trước.

+ Biến đo lường ổn định tài chính:

Ổn định tài chính thường được đo lường thông qua biến động TTCK (SMV), cụ thể là độ lệch chuẩn của tăng trưởng chỉ số chứng khoán trong kỳ.

$$SMV = \sqrt{\frac{1}{n-1}\sum_{i=1}^{n}(R_i - R)^2}$$

Trong đó, n là số ngày trong kỳ. R_i là tăng trưởng của chỉ số chứng khoán Việt Nam (VN-Index) tại ngày i. R là tăng trưởng của chỉ số chứng khoán Việt Nam trung bình trong kỳ.

Chỉ số biến động TTCK (SMV) đã được sử dụng trong nghiên cứu của Heaney và Srianantha kumar (2012), Liow và các cộng sự (2019), Liu và các cộng sự (2019), Xia và các cộng sự (2019), Balomenou và các cộng sự (2020), Tiwari và các cộng sự (2020). Đây cũng là chỉ số đại diện cho ổn định tài chính trong bộ chỉ số phát triển tài chính của World Bank. Chỉ số này cao cho thấy sự biến động nhiều của TTCK, có nghĩa là phát

triển tài chính thiếu ổn định. Khi TTCK biến động nhiều, có thể kích thích TTBĐS phát triển. Chẳng hạn, khi TTCK tăng trưởng cao, lượng vốn từ TTCK vào TTBĐS có thể gia tăng, do đó sẽ thúc đẩy TTBĐS phát triển. Khi TTCK biến động theo xu hướng giảm, có thể dẫn đến việc các nhà đầu tư chuyển vốn đầu tư từ TTCK sang TTBĐS, điều này có thể làm cho TTBĐS gia tăng. Ở chiều ngược lại, khi TTBĐS phát triển, đây có thể là tín hiệu kích thích TTCK hoạt động sôi động hơn (gia tăng sự biến động của TTCK). Ngoài chỉ số biến động TTCK, ổn định tài chính có thể được đo lường thông qua khu vực ngân hàng (cụ thể là biến chênh lệch lãi suất). Trong mô hình nghiên cứu, biến chênh lệch lãi suất có vai trò đại diện cho hiệu quả tài chính, đồng thời cũng có thể đại diện cho ổn định tài chính của khu vực ngân hàng. Do đó, tại phần này, tác giả tập trung đề xuất thêm chỉ số biến động TTCK nhằm đại diện cho ổn định tài chính. Chỉ số biến động TTCK được tác giả kỳ vọng sẽ có mối quan hệ cùng chiều với TTBĐS Việt Nam.

- **Biến kiểm soát:**

Trong các nghiên cứu trước, tồn tại rất ít nghiên cứu đưa biến kiểm soát vào mô hình nghiên cứu. Các biến kiểm soát được sử dụng trong một số nghiên cứu trước bao gồm: tăng trưởng kinh tế và chỉ số giá tiêu dùng. Đây là các chỉ số đại diện cho kinh tế vĩ mô. Thực tế cho thấy, các yếu tố kinh tế vĩ mô có vai trò không nhỏ trong mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS. Do đó, việc đưa các biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô vào mô hình nghiên cứu là rất cần thiết.

+ *Tăng trưởng kinh tế (GDP):* tăng trưởng kinh tế là chỉ số cho thấy tình trạng của nền kinh tế (Bouchouicha & Ftiti, 2012). Về cách đo lường, chỉ số này được đo lường thông qua tăng trưởng hàng quý của tổng sản phẩm quốc nội (so với cùng kỳ năm trước). Khi tăng trưởng kinh tế được cải thiện, nhu cầu tiêu dùng và đầu tư sẽ tăng lên, điều này có thể kích thích phát triển tài chính (Igan & các cộng sự, 2011) và sự phát triển của TTBĐS (Igan & các cộng sự, 2011; Nyakabawo & các cộng sự, 2015; Zhang & các cộng sự, 2016; Tupenaite & các cộng sự, 2017; Zhao & các cộng sự, 2017). Tuy nhiên, khi tăng trưởng kinh tế gia tăng quá cao, có thể tạo ra hiện tượng bong bóng, làm cho TTBĐS có nguy cơ gặp khủng hoảng và giảm sút mạnh trong tương lai (Chang & các cộng sự, 2012), điều này cũng sẽ tác động không nhỏ đến phát triển tài chính. Do vậy,

biến kiểm soát tăng trưởng kinh tế đã được tìm thấy trong một số bài nghiên cứu trước, chẳng hạn: Liang và Cao (2007), Ibrahim (2010), Igan và các cộng sự (2011), Gasparėnienė và các cộng sự (2017). Dựa trên cơ sở này, tác giả sẽ đưa biến tăng trưởng kinh tế vào mô hình nghiên cứu với vai trò làm biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô trong nước. Biến này được tác giả kỳ vọng sẽ có tác động đến phát triển tài chính và TTBĐS.

+ *Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)*: chỉ số giá tiêu dùng cũng là một chỉ số quan trọng đại diện cho tình trạng của nền kinh tế. Về cách đo lường, chỉ số này được đo lường thông qua tăng trưởng hàng quý của chỉ số giá tiêu dùng (so với cùng kỳ năm trước). Khi chỉ số giá tiêu dùng tăng quá cao, nền kinh tế sẽ gặp khó khăn, gây ảnh hưởng lớn đến phát triển tài chính và có thể kìm hãm sự phát triển của TTBĐS (Wadud & các cộng sự, 2012; Amonhaemanon & các cộng sự, 2013). Tuy nhiên, khi chỉ số giá tiêu dùng ở mức vừa phải sẽ tạo động lực kích thích phát triển tài chính và TTBĐS (Zhang & các cộng sự, 2016; Gaspareniene & các cộng sự, 2017; Tupenaite & các cộng sự, 2017). Do đó, chỉ số giá tiêu dùng đã được tìm thấy trong một số bài nghiên cứu trước, như: Ibrahim (2010), Gasparėnienė và các cộng sự (2017). Vậy, tác giả sẽ đưa biến chỉ số giá tiêu dùng vào mô hình nghiên cứu với vai trò làm biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô trong nước. Biến này được tác giả kỳ vọng sẽ có tác động đến phát triển tài chính và TTBĐS.

Bảng 3.1. Các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến		**Ký hiệu**	**Nguồn dữ liệu**
Biến đo lường TTBĐS			
Tăng trưởng TTBĐS		REM	GSO
Biến đo lường phát triển tài chính			
Độ sâu tài chính	Tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân	DCP	IMF
	Giá trị vốn hóa TTCK	SMC	SSC
Hiệu quả tài chính	Chênh lệch lãi suất	LDS	IMF

	Hiệu quả TTCK	SME	SSC
Khả năng tiếp cận tài chính		SMA	SSC
Biến động TTCK (Ổn định tài chính)		SMV	Tính toán của tác giả dựa trên dữ liệu của SSC
Biến kiểm soát			
Tăng trưởng kinh tế		GDP	GSO
Chỉ số giá tiêu dùng		CPI	GSO

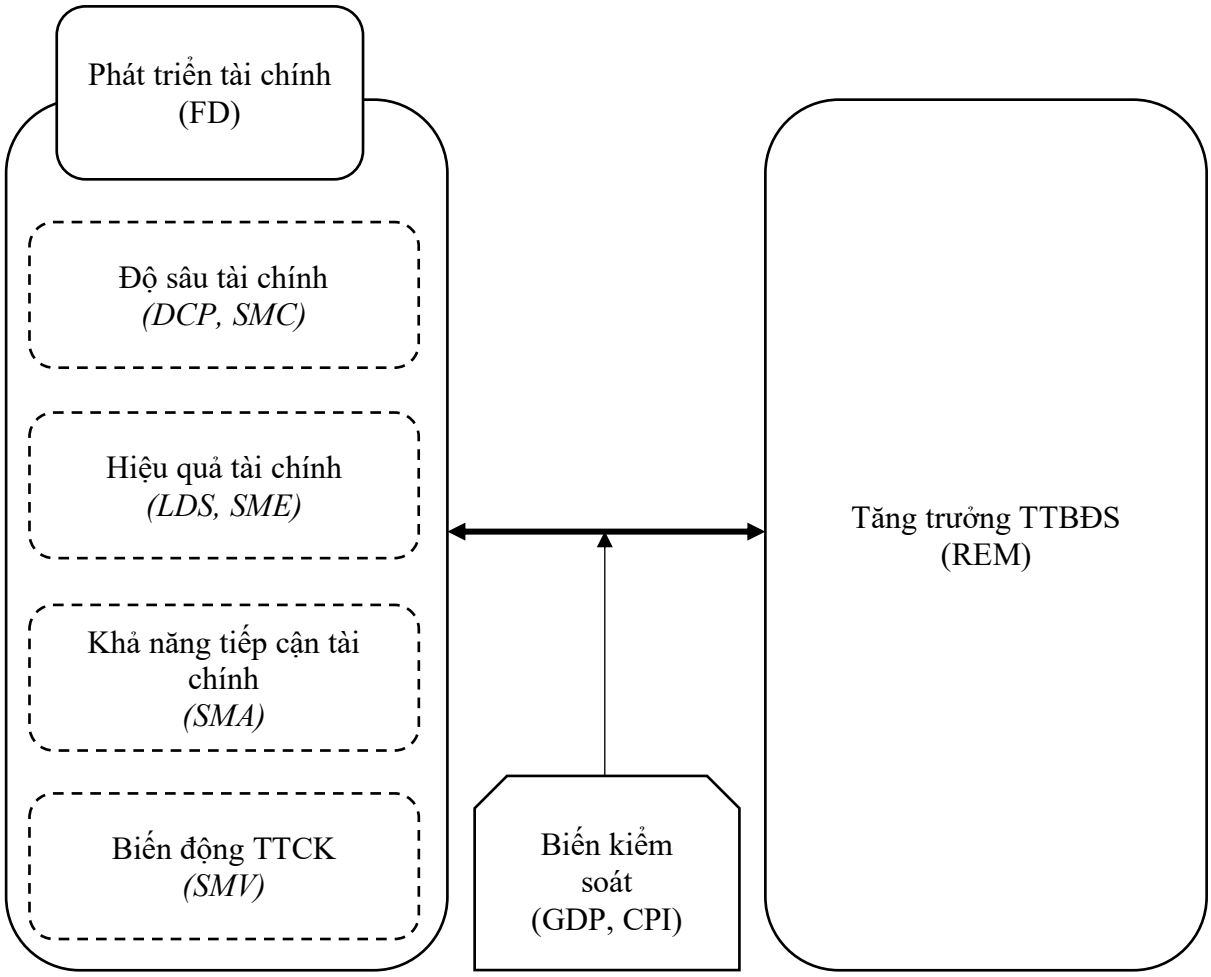
Nguồn: Tác giả tổng hợp và đề xuất.

3.2.2.2. Mô hình nghiên cứu đề xuất

Đề tài luận án tập trung nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập dưới dạng chuỗi thời gian, do đó phương pháp phân tích được tác giả dự kiến sử dụng là VAR / VECM / ARDL.

Với đặc thù của Việt Nam, dữ liệu chuỗi thời gian về phát triển tài chính và TTBĐS dùng để nghiên cứu khá ngắn. Đồng thời, mô hình nghiên cứu có nhiều biến nên khó thỏa mãn điều kiện các chuỗi dữ liệu cùng dừng ở bậc I(0) hoặc I(1). Do đó, đối với mô hình có tồn tại đồng liên kết, tác giả sẽ sử dụng phương pháp ARDL để phân tích nhằm đảm bảo độ tin cậy hơn so với các phương pháp khác, cách làm này cũng phù hợp với nhận định trước đó của Pesaran và các cộng sự (2001), Tursoy và Faisal (2016). Trường hợp mô hình nghiên cứu không tồn tại động liên kết, tác giả sẽ sử dụng phương pháp VAR để phân tích.

Mô hình nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam có dạng như sau:



Nguồn: Tác giả đề xuất.

Hình 3.2. Mô hình nghiên cứu đề xuất

Trong đó:

- *Biến đo lường TTBĐS:* tăng trưởng TTBĐS (REM).
- *Biến đo lường phát triển tài chính*: tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP), giá trị vốn hóa TTCK (SMC), chênh lệch lãi suất (LDS), hiệu quả TTCK (SME), khả năng tiếp cận tài chính (SMA), biến động TTCK (SMV).
- *Biến kiểm soát*: tăng trưởng kinh tế (GDP), chỉ số giá tiêu dùng (CPI).

- **Tác động của phát triển tài chính đến TTBĐS:**

REM = f(FD, GDP, CPI) *(Mô hình 1)*

- **Tác động của TTBĐS đến phát triển tài chính:**

FD = f(REM, GDP, CPI)

Tác động của phát triển tài chính đến TTBĐS được thể hiện thông qua mô hình 1. Phát triển tài chính (FD) được đo lường thông qua độ sâu tài chính (DCP, SMC), hiệu quả tài chính (LDS, SME), khả năng tiếp cận tài chính (SMA) và ổn định tài chính (biến động TTCK - SMV). Do đó, tác động của TTBĐS đến phát triển tài chính được triển khai thành các mô hình chi tiết: mô hình 2a (biến phụ thuộc: DCP), mô hình 2b (biến phụ thuộc: SMC), mô hình 2c (biến phụ thuộc: LDS), mô hình 2d (biến phụ thuộc: SME), mô hình 2e (biến phụ thuộc: SMA), mô hình 2f (biến phụ thuộc: SMV).

DCP = f(REM, GDP, CPI) *(Mô hình 2a)*

SMC = f(REM, GDP, CPI) *(Mô hình 2b)*

LDS = f(REM, GDP, CPI) *(Mô hình 2c)*

SME = f(REM, GDP, CPI) *(Mô hình 2d)*

SMA = f(REM, GDP, CPI) *(Mô hình 2e)*

SMV = f(REM, GDP, CPI) *(Mô hình 2f)*

Dựa trên cơ sở các giả thuyết nghiên cứu đã được tác giả xây dựng ở mục 3.2.1, kết hợp với các biến cụ thể trong mô hình nghiên cứu mà tác giả đã xác định được ở mục này, các giả thuyết nghiên cứu được tác giả triển khai chi tiết như sau:

Bảng 3.2. Giả thuyết nghiên cứu

Giả thuyết nghiên cứu			**Kỳ vọng**
Độ sâu tài chính và TTBĐS	H_{1a}	DCP ⟹ REM	(+)
	H_{1b}	REM ⟹ DCP	(+)
	H_{1c}	SMC ⟹ REM	(+)
	H_{1d}	REM ⟹ SMC	(+)
Hiệu quả tài chính và TTBĐS	H_{2a}	LDS ⟹ REM	(+)
	H_{2b}	REM ⟹ LDS	(+)
	H_{2c}	SME ⟹ REM	(+)
	H_{2d}	REM ⟹ SME	(+)
	H_{3a}	SMA ⟹ REM	(+)

Khả năng tiếp cận tài chính và TTBĐS	H_{3b}	REM ⟹ SMA	(+)
Biến động TTCK và TTBĐS	H_{4a}	SMV ⟹ REM	(+)
	H_{4b}	REM ⟹ SMV	(+)

Nguồn: Tác giả đề xuất.

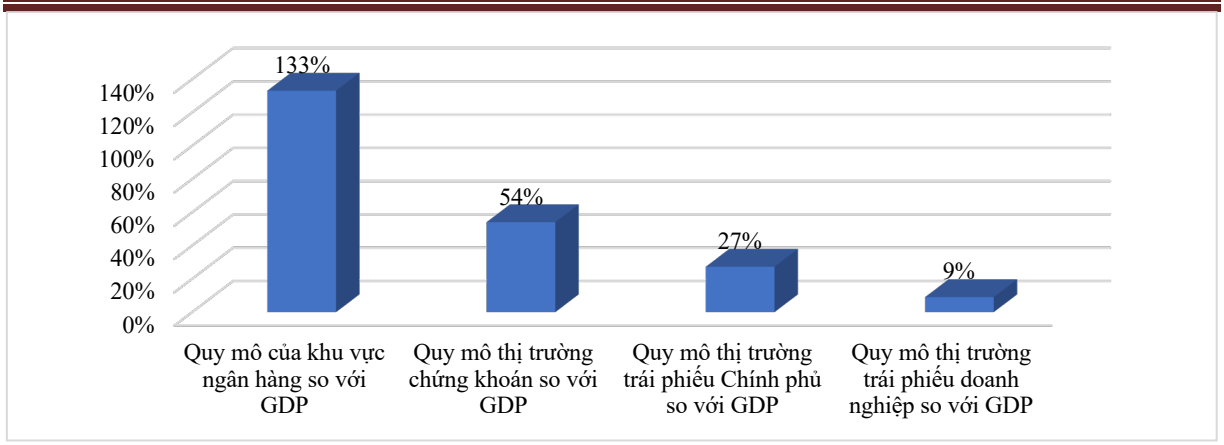
3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Hiện nay, các bài nghiên cứu trên thế giới sử dụng phổ biến ba dạng dữ liệu: dữ liệu chuỗi thời gian (time series data), dữ liệu chéo (cross sectional data) và dữ liệu bảng (panel data). Mỗi dạng dữ liệu được thiết kế riêng cho từng mục đích và điều kiện nghiên cứu. Mục tiêu của đề tài luận án này là nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam trong khoảng thời gian dài, nhằm thấy được các tác động trong ngắn hạn và dài hạn. Do vậy, tác giả sẽ tiến hành thu thập dữ liệu dạng chuỗi thời gian.

Dữ liệu nghiên cứu được tác giả thu thập theo quý, từ quý 3 năm 2004 đến quý 4 năm 2018. Từ nguồn của Tổng cục Thống kê Việt Nam (GSO), tác giả thu thập dữ liệu tăng trưởng TTBĐS và các biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô. Dữ liệu phát triển tài chính thông qua khu vực ngân hàng được thu thập từ nguồn của Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF). Dữ liệu phát triển tài chính thông qua TTCK được thu thập từ nguồn của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC). Ngoài ra, tác giả còn sử dụng thêm dữ liệu của World Bank, báo cáo thường niên của Ngân hàng Nhà nước và báo cáo tài chính của các NHTM để phân tích thực trạng, qua đó sẽ làm rõ hơn vấn đề nghiên cứu.

Đề tài luận án sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian theo quý trong giai đoạn từ quý 3 năm 2004 đến quý 4 năm 2018 vì biến tăng trưởng TTBĐS do Tổng cục Thống kê Việt Nam công bố chỉ có dữ liệu theo quý trong giai đoạn này. Với đặc thù của Việt Nam, hiện chưa có dữ liệu về chỉ số giá bất động sản một cách đáng tin cậy nên tác giả sử dụng dữ liệu tăng trưởng TTBĐS để nghiên cứu nhằm đo lường TTBĐS.

Tại Việt Nam, các tổ chức tài chính và thị trường tài chính được tập trung chủ yếu ở khu vực ngân hàng và TTCK. Đối với thị trường trái phiếu, thị trường này có quy mô khá nhỏ và tập trung chủ yếu ở thị trường trái phiếu Chính phủ (Hình 3.3). Do đó, tác giả tiến hành thu thập dữ liệu phát triển tài chính thông qua khu vực ngân hàng và TTCK.

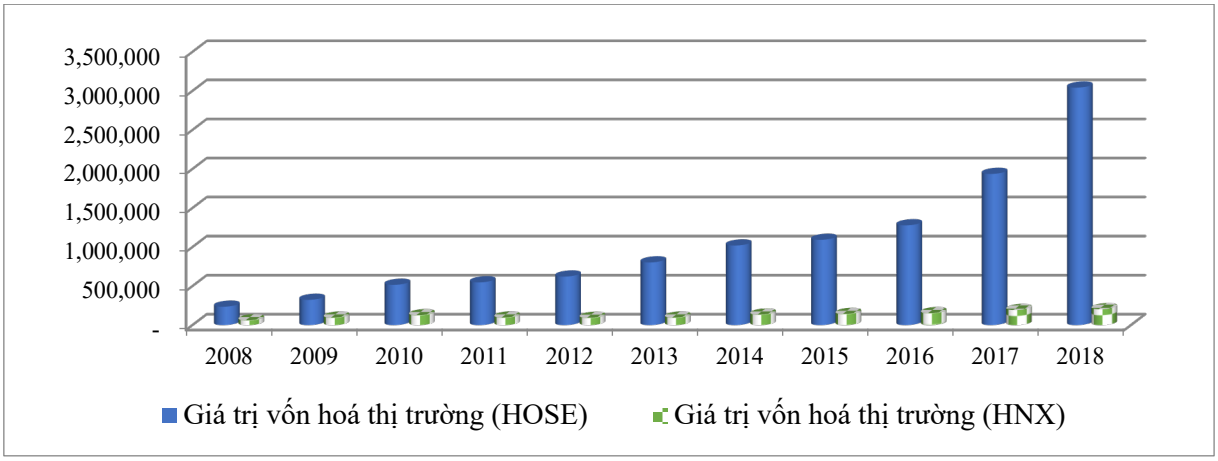


Nguồn: World Bank, Bộ Tài chính.

Hình 3.3. Quy mô khu vực ngân hàng, TTCK và thị trường trái phiếu tại Việt Nam (năm 2018)

Đối với dữ liệu phát triển tài chính thông qua TTCK, tác giả thu thập dữ liệu của Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM để đại diện cho TTCK Việt Nam. Tác giả không thu thập dữ liệu của Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội khi phân tích mô hình nghiên cứu, bởi vì: (1) Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội mới đi vào hoạt động sau này (giao dịch phiên đầu tiên vào ngày 14/07/2005), do đó nếu thu thập dữ liệu của Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội để đưa vào mô hình thì thời gian nghiên cứu sẽ ngắn; (2) Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội có quy mô khá nhỏ so với Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM (Hình 3.4), quy định giữa hai Sở Giao dịch này có nhiều điểm khác biệt nên nếu thu thập dữ liệu chung thì sẽ không đồng nhất về dữ liệu.

Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: Ủy ban Chứng khoán nhà nước.

Hình 3.4. Giá trị vốn hoá của TTCK Việt Nam

Việc phân tích chuỗi dữ liệu ngắn về TTBĐS cũng thường thấy trong các bài nghiên cứu trước, như: Liang và Cao (2007) nghiên cứu tại Trung Quốc trong giai đoạn 1999Q1-2006Q2, sử dụng phương pháp ARDL; Ibrahim (2010) nghiên cứu tại Thái Lan trong giai đoạn 1995Q1-2006Q4, sử dụng phương pháp VAR và VECM; Ibrahim và Law (2014) nghiên cứu tại Malaysia trong giai đoạn 1999Q1-2011Q4, sử dụng phương pháp VAR; Lean và Smyth (2014) nghiên cứu tại Malaysia 2000Q1-2010Q3, sử dụng phương pháp ARDL; Tại Việt Nam, Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2016) nghiên cứu dữ liệu về chỉ số giá nhà ở tại thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2009Q1-2014Q3. Do vậy, tác giả tin rằng khoảng thời gian từ 2004Q3 đến 2018Q4 là hợp lý và đảm bảo độ tin cậy để nghiên cứu.

3.4. Phương pháp phân tích

Để đạt được mục tiêu nghiên cứu đề ra, tác giả sử dụng kết hợp phương pháp phân tích định tính và phương pháp phân tích định lượng, cụ thể:

- **Phương pháp phân tích định tính:** sử dụng phương pháp mô tả - giải thích, phân tích tổng hợp, so sánh, kết hợp với việc sử dụng các bảng biểu và đồ thị nhằm làm rõ mục tiêu nghiên cứu. Trong đề tài luận án này, phương pháp phân tích định tính có vai trò quan trọng trong việc hoàn thiện khung lý thuyết và làm rõ thực trạng về vấn đề nghiên cứu. Do vậy, phương pháp phân tích định tính được sử dụng trong việc thực hiện cả bốn mục tiêu nghiên cứu đã đề ra.

- **Phương pháp phân tích định lượng:** với dữ liệu được thu thập theo quý, tùy theo đặc tính của bộ dữ liệu, tác giả sẽ kiểm định sự tác động giữa các chuỗi dữ liệu theo theo phương pháp VAR, VECM, hoặc ARDL. Các phương pháp phân tích này đã được sử dụng trong hầu hết các nghiên cứu trước. Chẳng hạn, phương pháp VAR được sử dụng trong nghiên cứu của Ibrahim (2010), Hott (2011), Ni và Liu (2011), Ibrahim và Law (2014), Li và các cộng sự (2015), Shi và các cộng sự (2017), Funkea và các cộng sự (2018). Phương pháp VECM được sử dụng trong nghiên cứu của Gimeno và Martínez-Carrascal (2010), Ibrahim (2010), Ni và Liu (2011), Anundsen và Jansen (2013), Jiang và các cộng sự (2018). Phương pháp ARDL được sử dụng trong nghiên cứu của Liang và Cao (2007), Lean và Smyth (2014), Bahmani-Oskooee và Ghodsi (2018). Với đề tài luận án này, tác giả sử dụng kết hợp phương pháp phân tích định

lượng và phương pháp phân tích định tính nhằm thực hiện một cách hiệu quả các mục tiêu nghiên cứu đã đề ra.

- Các bước phân tích được thực hiện chủ yếu trong đề tài luận án như sau:

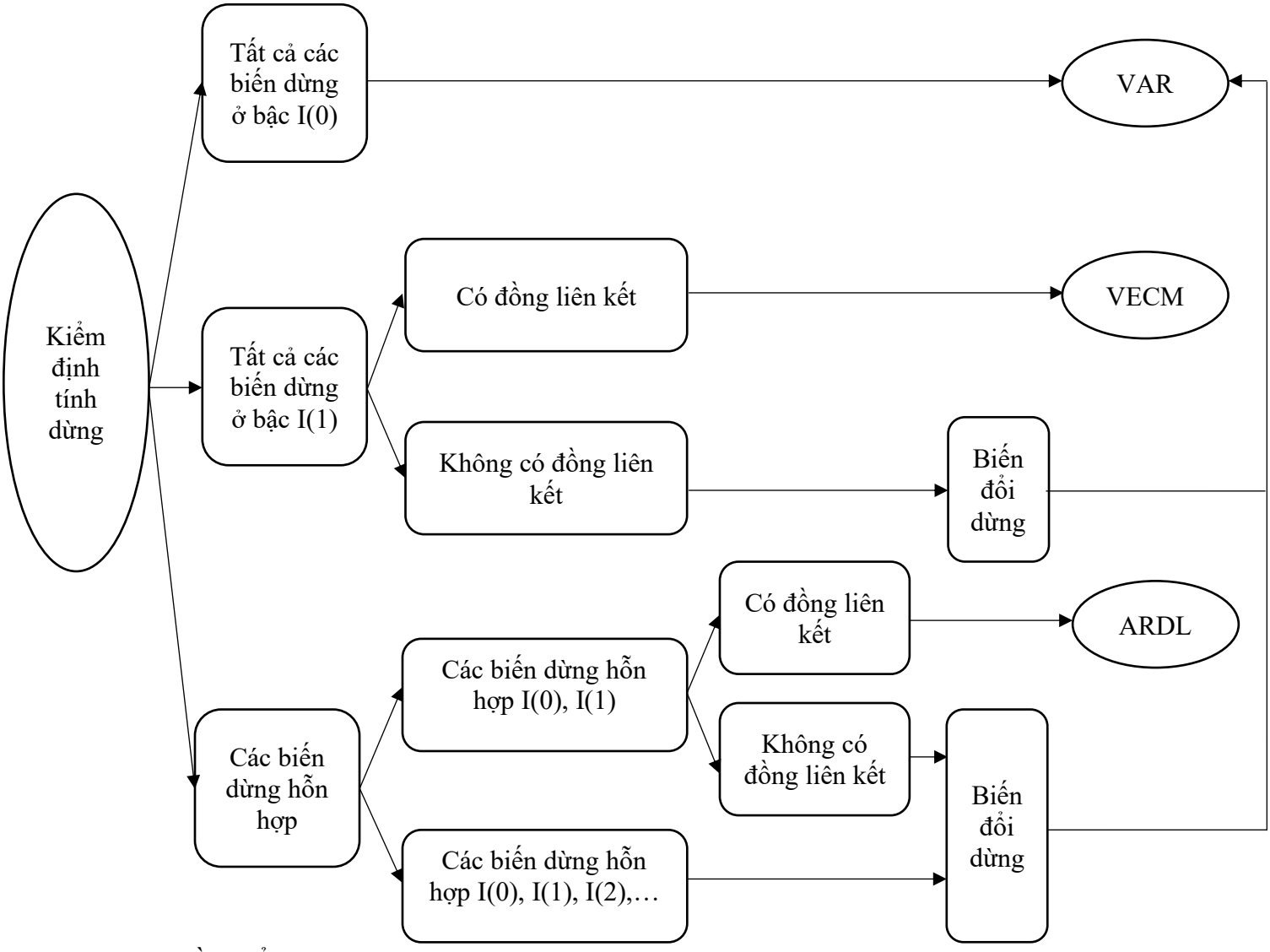
+ Kiểm định tính dừng:

Một chuỗi dữ liệu Y_t được gọi là dừng nếu thoả mãn ba điều kiện: (1) Trung bình của chuỗi này ($E(Y_t)$) không đổi theo thời gian; (2) Phương sai của chuỗi này ($Var(Y_t)$) không đổi theo thời gian; (3) Hiệp phương sai giữa hai thời điểm (Y_t và Y_{t-s}) không phụ thuộc vào t, có thể phụ thuộc vào s (khoảng cách giữa hai thời điểm) (Wooldrige, 2012).

Tác giả sử dụng kiểm định Augmented Dickey-Fuller (Dickey & Fuller, 1979) và kiểm định Phillips–Perron (Phillips–Perron, 1988) để kiểm định tính dừng của các chuỗi dữ liệu. Đây là hai kiểm định thường được sử dụng để xem xét tính dừng của các chuỗi dữ liệu. Với giả thuyết H_0: chuỗi dữ liệu không có tính dừng. Nếu giả thuyết H_0 bị bác bỏ thì chuỗi dữ liệu có tính dừng và ngược lại.

Một chuỗi dữ liệu (Y_t) không dừng có thể biến đổi thành chuỗi dừng thông qua việc lấy sai phân. Y_t được lấy sai phân một lần để trở thành một chuỗi dừng ở sai phân bậc 1, khi đó sẽ được ký hiệu là I(1): $\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1}$. Nếu chuỗi dữ liệu ban đầu (Y_t) phải lấy sai phân hai lần (tức là lấy sai phân bậc 1 của sai phân bậc 1) để trở thành chuỗi dừng thì được gọi là chuỗi sai phân bậc 2, ký hiệu là I(2). Tương tự, nếu chuỗi dữ liệu phải lấy sai phân d lần để trở thành chuỗi dừng thì được gọi là chuỗi sai phân bậc d, ký hiệu là I(d).

Nếu các chuỗi dữ liệu cùng dừng và không tồn tại đồng liên kết thì tác giả sẽ sử dụng phương pháp VAR để phân tích. Nếu các chuỗi dữ liệu cùng dừng ở sai phân bậc 1 (I(1)) và tồn tại đồng liên kết thì tác giả sẽ sử dụng phương pháp VECM để phân tích (Engle & Granger, 1987; Nielsen, 2001). Nếu các chuỗi dữ liệu không dừng cùng bậc I(0) hoặc I(1) (nhưng không có chuỗi dữ liệu nào dừng ở chuỗi sai phân bậc I(2)) và tồn tại đồng liên kết thì phương pháp ARDL sẽ phù hợp (Pesaran & các cộng sự 2001; Tursoy & Faisal, 2016). Quy trình lựa chọn phương pháp phân tích phù hợp được tác giả thực hiện như Hình 3.5 sau đây:



Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

Hình 3.5. Lựa chọn phương pháp phân tích

+ Xác định độ trễ của các biến trong mô hình:

Theo Lutkepohl và Saikkonen (1997), độ trễ tối đa của mô hình nghiên cứu phải nhỏ hơn $T^{1/3}$, với T là số quan sát. Trong đề tài luận án này, chuỗi dữ liệu có 58 quan sát, do đó độ trễ tối đa của mô hình phải nhỏ hơn 3,871 ($58^{1/3}$).

Đối với phương pháp VAR và VECM, độ trễ tối ưu của các biến trong mô hình nghiên cứu thường được xác định dựa vào các chỉ tiêu thống kê như FPE (Final Prediction Error), AIC (Akaike's Information Criterion), SBIC (Schwarz's Bayesian Information Criterion), HQIC (Hannan and Quinn Information Criterion) (Tsay, 1984; Paulsen, 1984; Nielsen, 2001; Lutkepohl, 2005). Đối với phương pháp ARDL, chỉ tiêu

AIC và BIC (Bayesian Information Criterion) thường được sử dụng để xác định độ trễ tối ưu của các biến trong mô hình nghiên cứu. Trong đó, chỉ tiêu BIC thường tốt hơn so với các chỉ tiêu thông thường (Bisgaard & Kulahci, 2011). Do vậy, BIC là chỉ tiêu thống kê mặc định được phần mềm Stata sử dụng để xác định độ trễ tối ưu của các biến trong mô hình nghiên cứu khi phân tích theo phương pháp ARDL.

+ Kiểm định đồng liên kết:

Mục đích của kiểm định đồng liên kết nhằm xác định có tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa các biến hay không. Mô hình nghiên cứu gồm các chuỗi dữ liệu không dừng nhưng có thể tồn tại mối quan hệ cân bằng trong dài hạn nếu các chuỗi dữ liệu này có mối quan hệ đồng liên kết, khi đó phương trình hồi quy của các chuỗi dữ liệu không dừng sẽ là một chuỗi dừng (Engle & Granger, 1987). Trong đề tài luận án này, tác giả sẽ sử dụng kiểm định đường bao (bound test) nhằm xác định mối quan hệ đồng liên kết giữa các chuỗi dữ liệu trong mô hình nghiên cứu, phương pháp này được đề xuất bởi Pesaran và các cộng sự (2001). Bởi vì, trong trường hợp mô hình nghiên cứu có số quan sát ít, phương pháp kiểm định đường bao (bound test) là cách tiếp cận có độ tin cậy hơn so với các phương pháp thông thường (chẳng hạn như kiểm định Johansen) khi kiểm định đồng liên kết (Ghatak & Siddiki, 2001).

Giả thuyết H_0: $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \ldots = \beta_n = 0$ (không có mối quan hệ đồng liên kết giữa các chuỗi dữ liệu).

Giả thuyết H_A: $\beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \ldots \neq \beta_n \neq 0$ (có mối quan hệ đồng liên kết giữa các chuỗi dữ liệu).

Với β_1, β_2, β_3, …, β_n là các hệ số hồi quy trong dài hạn.

+ Kiểm định sự tác động giữa các chuỗi dữ liệu.

Trong đề tài luận án này, tác giả dự kiến sẽ kiểm định sự tác động giữa các chuỗi dữ liệu theo phương pháp VAR / VECM / ARDL, quy trình lựa chọn phương pháp phân tích phù hợp được tác giả thực hiện như Hình 3.5. Phương pháp VECM và ARDL có ưu điểm khi thể hiện được sự tác động giữa các chuỗi dữ liệu trong cả ngắn hạn và dài hạn. Tuy nhiên, hai phương pháp này chỉ phù hợp khi mô hình nghiên cứu có tồn tại đồng liên kết. Trong đó, phương pháp ARDL phù hợp với mô hình nghiên cứu có các chuỗi dữ liệu không dừng cùng bậc I(0) hoặc I(1) (nhưng không có chuỗi dữ liệu nào dừng ở

chuỗi sai phân bậc I(2)) và tồn tại đồng liên kết (Pesaran & các cộng sự 2001; Tursoy & Faisal, 2016). Đối với trường hợp mô hình nghiên cứu không tồn tại đồng liên kết, tác giả sẽ sử dụng phương pháp VAR để phân tích, phương pháp này cho thấy sự tác động giữa các chuỗi dữ liệu chủ yếu trong ngắn hạn.

✓ *Phương pháp vector tự hồi quy (VAR):*

Phương pháp VAR thường được sử dụng để đo lường mối quan hệ tuyến tính giữa các chuỗi dữ liệu dừng. Với phương pháp này, giá trị của biến phụ thuộc không chỉ phụ thuộc vào biến trễ của chính nó mà còn phụ thuộc vào biến trễ của các biến khác (Brooks, 2008). Do đó, phương pháp VAR phù hợp để đo lường mối quan hệ giữa các biến số kinh tế dạng chuỗi thời gian.

Mô hình nghiên cứu theo phương pháp VAR gồm K biến được xác định là hàm tuyến tính với p độ trễ của chính các biến này, p độ trễ của K-1 các biến khác và có thể gồm các biến ngoại sinh bổ sung. Mô hình VAR(p) có dạng như sau:

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + \ldots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

Trong đó: $Y_t = (Y_{1t}, \ldots, Y_{Kt})$ là một vector (K × 1) biến nội sinh, đây là các chuỗi dữ liệu dừng. A_i là ma trận (K × K) của hệ số, với i = 1, …, p. A_0 và một vector (K × 1) các hệ số và ε_t được giả định là nhiễu trắng.

Mô hình nghiên cứu được phân tích theo phương pháp VAR sẽ phù hợp khi phần dư (ε_t) là nhiễu trắng. Phần dư sẽ là nhiễu trắng khi thỏa mãn các điều kiện sau:

- Có giá trị kỳ vọng bằng 0: $E(u_t) = 0$.
- Có phương sai không đổi theo thời gian: $Var(u_t) = const$.
- Không có tự tương quan: $Cov(u_t, u_{t-s}) = 0$.

Tuy nhiên, mô hình nghiên cứu được phân tích theo phương pháp VAR gặp phải hạn chế khi xem xét tác động trong dài hạn (Amisano & Giannini, 1997).

Để kiểm định tính ổn định của mô hình nghiên cứu theo phương pháp VAR, tác giả sử dụng AR Root test. Theo đó, các nghiệm đều nhỏ hơn 1 hoặc đều nằm trong vòng tròn đơn vị thì mô hình nghiên cứu đạt được tính ổn định.

✓ *Phương pháp vector hiệu chỉnh sai số (VECM):*

Khi thực hiện phân tích hồi quy, mô hình nghiên cứu phải gồm các chuỗi dữ liệu đã dừng. Trường hợp các chuỗi dữ liệu chưa dừng, việc lấy sai phân sẽ giúp các chuỗi

dữ liệu dừng. Tuy nhiên, khi hồi quy các chuỗi dữ liệu đã lấy sai có thể dẫn đến việc bỏ sót thông tin dài hạn trong mối quan hệ giữa các biến. Trường hợp các biến tồn tại đồng liên kết, các biến này có mối quan hệ cân bằng trong dài hạn dù không thể cân bằng trong ngắn hạn. Lúc này, phương pháp VECM được sử dụng để phân tích ảnh hưởng của xu hướng thay đổi trong ngắn hạn lên cân bằng trong dài hạn.

Trường hợp các chuỗi dữ liệu không dừng nhưng tổ hợp tuyến tính của các chuỗi dữ liệu này lại dừng, khi đó gọi là đồng liên kết hay đồng tích hợp. Các chuỗi dữ liệu không dừng ở bậc I(0), nhưng cùng dừng ở bậc I(1) và tồn tại đồng liên kết thì có thể sử dụng phương pháp VECM để phân tích.

Giả sử $Y_{1t}, \ldots, Y_{Kt} \sim I(1)$

Mô hình VAR(p) có dạng như sau:

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + \ldots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

Trong đó: $Y_t = (Y_{1t}, \ldots, Y_{Kt})$ là một vector $(K \times 1)$ biến nội sinh, đây là các chuỗi dữ liệu dừng. A_i là ma trận $(K \times K)$ của hệ số, với $i = 1, \ldots, p$. A_0 và một vector $(K \times 1)$ các hệ số và ε_t được giả định là nhiễu trắng.

Biến đổi phương trình (3.2) thành dạng:

$$\Delta Y_t = A_0 + \Pi Y_{t-1} + B_1 \Delta Y_{t-1} + \ldots + B_{p-1} \Delta Y_{t-(p-1)} + \varepsilon_t \quad (3.3)$$

Với $\Pi = \alpha \times \beta$

Khi đó:

$$\Delta Y_t = A_0 + \alpha ECM_{t-1} + B_1 \Delta Y_{t-1} + \ldots + B_{p-1} \Delta Y_{t-(p-1)} + \varepsilon_t \quad (3.4)$$

Trong đó: ECM_{t-1} (βY_{t-1}) thể hiện trạng thái mất cân bằng của kỳ trước (t-1) và trạng thái mất cân bằng này có tác động như thế nào đến ΔY_t ở kỳ hiện tại.

Để kiểm định tính ổn định của mô hình nghiên cứu theo phương pháp VECM, tác giả sử dụng AR Root test. Theo đó, các nghiệm đều nhỏ hơn 1 hoặc đều nằm trong vòng tròn đơn vị thì mô hình nghiên cứu đạt được tính ổn định.

✓ *Phương pháp độ trễ phân phối tự hồi quy (ARDL):*

Mô hình ARDL(p,q) có dạng như sau:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 Y_{t-1} + \ldots + \beta_p Y_{t-p} + \lambda_0 X_t + \lambda_1 X_{t-1} + \ldots + \lambda_q X_{t-q} + \varepsilon_t \quad (3.5)$$

Biến đổi phương trình (3.5) thành dạng:

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 X_{t-1} + \gamma_1 \Delta Y_{t-1} + \ldots + \gamma_{p-1} \Delta Y_{t-(p-1)} + \mu_0 \Delta X_t + \mu_1 \Delta X_{t-1} + \ldots + \mu_{q-1} \Delta X_{t-(q-1)} + \varepsilon_t \quad (3.6)$$

Hay:

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \alpha ECM_{t-1} + \gamma_1 \Delta Y_{t-1} + \ldots + \gamma_{p-1} \Delta Y_{t-(p-1)} + \mu_0 \Delta X_t + \mu_1 \Delta X_{t-1} + \ldots + \mu_{q-1} \Delta X_{t-(q-1)} + \varepsilon_t \quad (3.7)$$

Quá trình tự hồi quy AR(p) cho thấy tác động của các giá trị trễ (giá trị quá khứ) của biến phụ thuộc đến biến này ở thời điểm hiện tại. Quá trình DL(q) cho thấy tác động tức thời và với độ trễ nhất định của biến độc lập (X) đến biến phụ thuộc (Y) ở thời điểm hiện tại.

Trong đó: ECM_{t-1} thể hiện trạng thái mất cân bằng của kỳ trước (t-1) và trạng thái mất cân bằng này có tác động như thế nào đến ΔY_t ở kỳ hiện tại.

Để kiểm định tính ổn định của mô hình nghiên cứu theo phương pháp ARDL, tác giả sử dụng kiểm định tổng tích lũy phần dư (CUSUM) và bình phương tổng tích lũy phần dư (CUSUM squared). Theo đó, CUSUM và CUSUM squared đều nằm trong dải tiêu chuẩn với mức ý nghĩa 5% thì mô hình nghiên cứu đạt được tính ổn định. Việc kiểm định sự ổn định của mô hình nghiên cứu là rất quan trọng và được đề xuất bởi Brown và các cộng sự (1975).

Với đặc thù của Việt Nam, dữ liệu chuỗi thời gian về phát triển tài chính và TTBĐS dùng để nghiên cứu khá ngắn. Đồng thời, vì mô hình nghiên cứu có nhiều biến nên khó thỏa mãn điều kiện các chuỗi dữ liệu cùng dừng ở bậc I(0) hoặc I(1). Do vậy, nếu mô hình tồn tại đồng liên kết thì việc sử dụng phương pháp ARDL để phân tích sẽ đảm bảo sự phù hợp và độ tin cậy hơn so với các phương pháp khác. Tác giả kỳ vọng sẽ sử dụng phương pháp ARDL để phân tích với một số lý do cụ thể như sau:

- Phương pháp phân tích VAR và VECM yêu cầu các biến trong mô hình nghiên cứu phải có tính dừng ở cùng bậc, chẳng hạn như cùng dừng ở I(0) hoặc I(1). Trong khi đó, phương pháp ARDL linh hoạt hơn hơn về vấn đề này khi phù hợp với các chuỗi dữ liệu không dừng cùng bậc I(0) hoặc I(1), nhưng không có biến nào dừng ở chuỗi sai phân bậc I(2) (Pesaran & các cộng sự 2001; Tursoy & Faisal, 2016).
- Với đặc thù của Việt Nam, dữ liệu chuỗi thời gian về phát triển tài chính và TTBĐS dùng để nghiên cứu khá ngắn. Do vậy, nếu mô hình tồn tại đồng liên kết thì tác

giả sẽ sử dụng phương pháp ARDL để phân tích nhằm đảm bảo độ tin cậy hơn so với các phương pháp khác. Theo Pesaran và các cộng sự (2001), Pahlavani và các cộng sự (2005), phương pháp ARDL rất thích hợp với nghiên cứu sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian trong trường hợp có số quan sát ít (mẫu nhỏ), thậm chí là các nghiên cứu có chuỗi dữ liệu khoảng 30-40 quan sát.

- Trong trường hợp số quan sát ít, phương pháp ARDL là cách tiếp cận có độ tin cậy hơn để kiểm định đồng liên kết. Bởi vì, kỹ thuật kiểm định đồng liên kết thông thường (chẳng hạn như kiểm định Johansen) yêu cầu mẫu lớn để đạt được độ tin cậy (Ghatak & Siddiki, 2001).

+ *Kiểm định nhân quả Granger:*

Tác giả xem xét mối quan hệ nhân quả giữa các biến trong mô hình nghiên cứu thông qua Wald test của Granger. Kiểm định này do Granger (1969) đề xuất và cũng được sử dụng trong các nghiên cứu trước có sử dụng phương pháp VAR (ví dụ: Ibrahim, 2010; Hott, 2011; Ni & Liu, 2011; Ibrahim & Law, 2014; Li & các cộng sự, 2015; Shi & các cộng sự, 2017; Funkea & các cộng sự, 2018), VECM (ví dụ: Gimeno & Martínez-Carrascal, 2010; Ibrahim, 2010; Ni & Liu, 2011; Anundsen & Jansen, 2013; Jiang & các cộng sự, 2018) và ARDL (ví dụ: Liang & Cao, 2007; Lean & Smyth, 2014; Bahmani-Oskooee & Ghodsi, 2018).

Kiểm định nhân quả Granger có giả thuyết H_0 là không có mối quan hệ nhân quả giữa các chuỗi dữ liệu. Ngược lại, nếu giả thuyết H_0 bị bác bỏ thì các chuỗi dữ liệu có mối quan hệ nhân quả.

$$\Delta Y_t = \varphi_0 + \sum_{i=1}^{n} \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{j=1}^{n} \beta_j \Delta X_{t-j} + u_{1t} \quad (3.8)$$

$$\Delta X_t = \mu_0 + \sum_{i=1}^{n} \lambda_i \Delta X_{t-i} + \sum_{j=1}^{n} \gamma_j \Delta Y_{t-j} + u_{2t} \quad (3.9)$$

Phương trình 3.8 cho thấy giá trị hiện tại của ΔY có liên quan đến các giá trị quá khứ của chính biến này và các giá trị trong quá khứ của ΔX. Với phương trình 3.9, giá trị hiện tại của ΔX có liên quan đến các giá trị quá khứ của chính biến này và các giá trị trong quá khứ của ΔY. Do đó, giả thuyết trong phương trình 3.8 là $\beta_j = 0$, có nghĩa là ΔX không tác động Granger đến ΔY. Tương tự, giả thuyết trong phương trình 3.9 là $\gamma_j = 0$, có nghĩa là ΔY không tác động Granger đến ΔX.

+ Phân tích phản ứng xung (IRF):

Phân tích phản ứng xung (IRF) nhằm xem xét phản ứng của một biến trước các cú sốc của một trong các biến khác. Dựa vào phân tích IRF, tác giả có thể đánh giá được đầy đủ sự tác động giữa các biến trong mô hình nghiên cứu. Do đó, phân tích phản ứng xung sẽ hỗ trợ tích cực cho việc phân tích tác động qua lại giữa các biến trong mô hình. Hay nói cách khác, phân tích phản ứng xung sẽ khắc phục được những hạn chế trong việc giải thích kết quả của các hệ số ở từng phương trình hồi quy.

Kết luận chương 3

Chương 3 tập trung trình bày phương pháp nghiên cứu của đề tài luận án, bao gồm: (1) Phương pháp tiếp cận; (2) Giả thuyết nghiên cứu và mô hình nghiên cứu; (3) Phương pháp thu thập dữ liệu; (4) Phương pháp phân tích.

Trong đó, mô hình nghiên cứu đề xuất gồm các biến:

- **Biến đo lường TTBĐS:** tăng trưởng TTBĐS (REM).

- **Biến đo lường phát triển tài chính:** phát triển tài chính được đo lường thông qua sự cải thiện về độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính, ổn định tài chính của khu vực ngân hàng và TTCK. Trong đó:

+ *Độ sâu tài chính*, gồm: tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP) và giá trị vốn hóa TTCK (SMC).

+ *Hiệu quả tài chính*, gồm: chênh lệch lãi suất (LDS) và hiệu quả TTCK (SME). Hai biến này được tác giả đưa thêm vào mô hình nghiên cứu nhằm đại diện cho phát triển tài chính dưới góc độ hiệu quả tài chính, điều này được tác giả kỳ vọng sẽ tạo điểm mới so với các bài nghiên cứu trước.

+ *Khả năng tiếp cận tài chính (SMA)*: biến này được tác giả đưa thêm vào mô hình nghiên cứu nhằm đại diện cho phát triển tài chính dưới góc độ khả năng tiếp cận tài chính, điều này cũng được tác giả kỳ vọng sẽ tạo ra điểm mới so với các bài nghiên cứu trước.

+ *Biến động TTCK (SMV)*: biến này được tác giả đưa vào mô hình nghiên cứu nhằm đại diện cho phát triển tài chính dưới góc độ ổn định tài chính.

- Biến kiểm soát: tăng trưởng kinh tế (GDP) và chỉ số giá tiêu dùng (CPI). Đây là hai biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô.

Việc xác định mô hình nghiên cứu, phương pháp thu thập dữ liệu và phương pháp phân tích trong chương này sẽ là cơ sở quan trọng để tác giả triển khai các nội dung chi tiết ở những chương tiếp theo.

CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

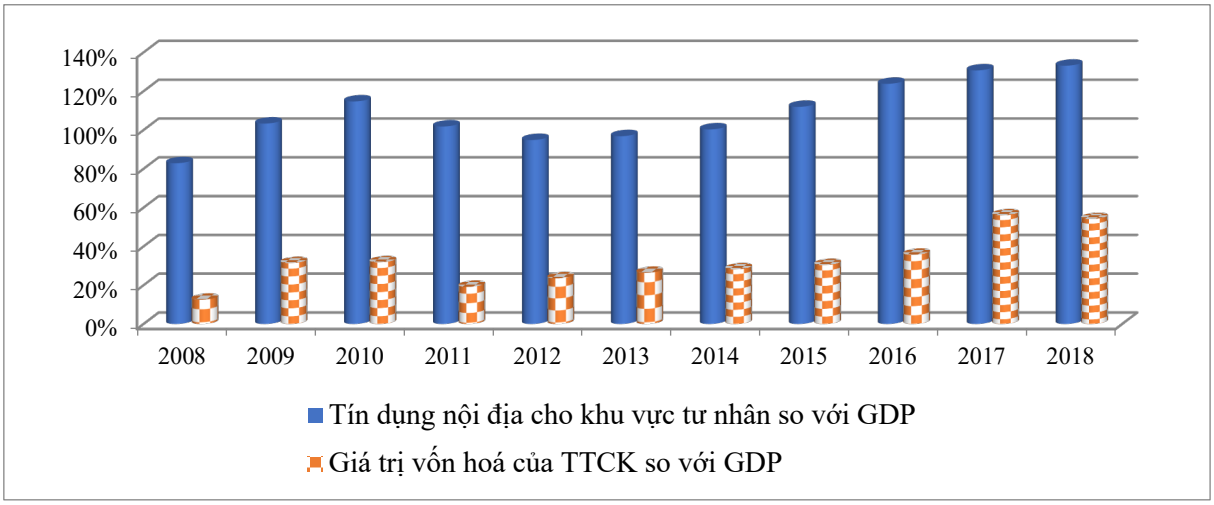
Chương 4 tập trung phân tích mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Nội dung của chương này bao gồm các phần: (1) Thực trạng về phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam; (2) Kết quả nghiên cứu; (3) Thảo luận kết quả nghiên cứu.

4.1. Thực trạng về phát triển tài chính và thị trường bất động sản Việt Nam

4.1.1. Thực trạng về phát triển tài chính tại Việt Nam

4.1.1.1. Thực trạng về độ sâu tài chính tại Việt Nam

Độ sâu tài chính tập trung phản ánh quy mô của khu vực ngân hàng và TTCK so với nền kinh tế. Tại Việt Nam, nguồn vốn trong nền kinh tế được hình thành chủ yếu từ khu vực ngân hàng (Batten & Vo, 2016). Đối với TTCK Việt Nam, đây là thị trường còn khá non trẻ nhưng đang dần thể hiện được vị thế quan trọng trong việc cung ứng nguồn vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế. Vào năm 2018, quy mô tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân chiếm 133,14% so với GDP, trong khi giá trị vốn hoá TTCK chiếm 54,10% so với GDP (Hình 4.1). Điều này cho thấy, TTCK có quy mô khá nhỏ so với khu vực ngân hàng.



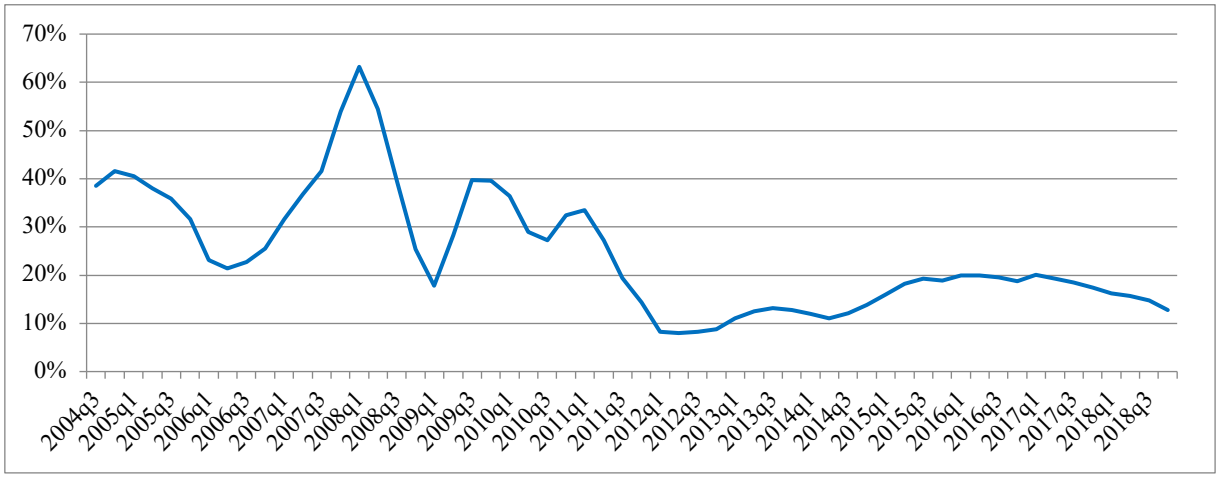
Nguồn: World Bank.

Hình 4.1. Tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân và giá trị vốn hoá TTCK so với GDP

- Độ sâu tài chính của khu vực ngân hàng:

Ngày 06/5/1951, Ngân hàng Quốc gia Việt Nam chính thức được thành lập theo Sắc lệnh số 15/SL của Chủ tịch Hồ Chí Minh, đây là bước ngoặt lịch sử trong quá trình phát triển hệ thống ngân hàng Việt Nam. Ngày 26/10/1961, Ngân hàng Quốc gia Việt Nam được đổi tên thành Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Đến ngày 26/3/1988, Hội đồng Bộ trưởng đã ban hành Nghị định 53/HĐBT với định hướng cơ bản là chuyển hẳn hệ thống ngân hàng sang hoạt động kinh doanh. Ngân hàng Nhà nước được kiện toàn, sắp xếp lại để thực hiện chức năng quản lý nhà nước về tiền tệ, tín dụng, đồng thời làm chức năng ngân hàng của các ngân hàng. Các ngân hàng chuyên doanh được hình thành, thực hiện nhiệm vụ kinh doanh tín dụng và dịch vụ ngân hàng. Theo đó, bốn ngân hàng chuyên doanh được thành lập trên cơ sở chuyển và tách ra từ Ngân hàng Nhà nước, gồm: Ngân hàng Công thương Việt Nam, Ngân hàng Phát triển nông nghiệp, Ngân hàng Đầu tư và Xây dựng Việt Nam, Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam.

Khu vực ngân hàng tại Việt Nam đã đạt được những bước phát triển nhất định và thể hiện được vị thế quan trọng đối với nền kinh tế. Đặc biệt, khu vực ngân hàng đã giữ được vai trò nòng cốt trong việc cung ứng nguồn vốn cho nền kinh tế Việt Nam, nơi mà nguồn vốn trong các doanh nghiệp được hình thành chủ yếu từ tín dụng ngân hàng (Batten & Vo, 2016).

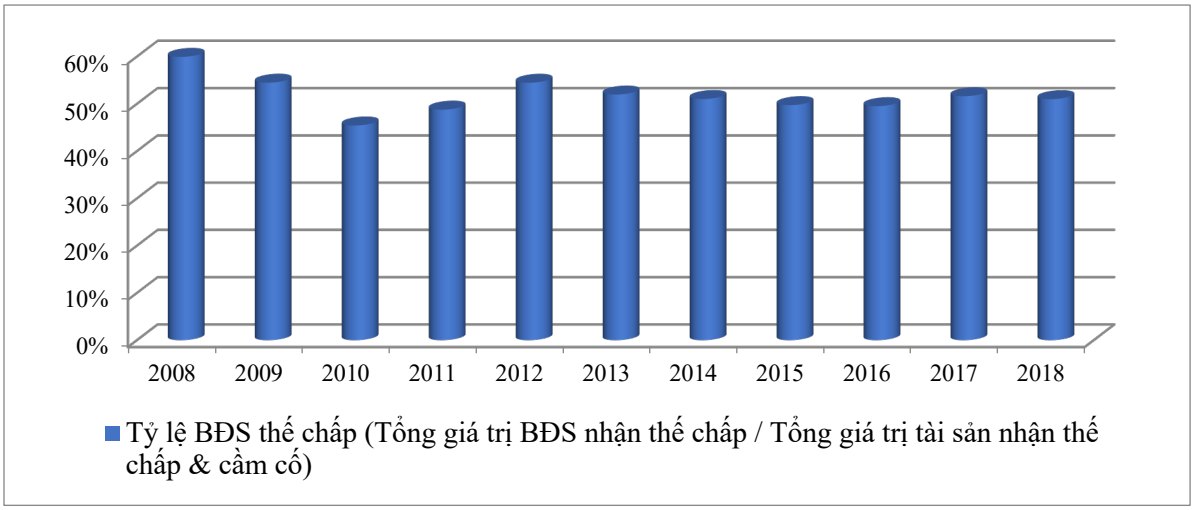


Nguồn: Tính toán của tác giả từ số liệu của IMF.

Hình 4.2. Tăng trưởng tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân

Độ sâu tài chính của khu vực ngân hàng thường được đo lường bằng quy mô tín dụng nội địa cung ứng cho khu vực tư nhân (hộ gia đình và tổ chức phi tài chính) nhằm

đáp ứng nhu cầu đầu tư và tiêu dùng trong nền kinh tế. Vào năm 2007, Việt Nam trở thành thành viên chính thức của Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO). Với những tín hiệu tích cực đó, hoạt động sản xuất kinh doanh được mở rộng, nền kinh tế Việt Nam đã tăng trưởng tốt và đạt được nhiều thành tựu lớn. Do vậy, khu vực ngân hàng tại Việt Nam đã phát triển ấn tượng với tăng trưởng tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân đạt giá trị cao nhất vào quý 1 năm 2008 (tăng trưởng 63,21% so với cùng kỳ năm trước). Tuy nhiên, chỉ số này đã giảm mạnh ngay sau đó do những khó khăn từ nền kinh tế trong nước và toàn cầu. Trong bối cảnh này, Ngân hàng Nhà nước đã thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm góp phần ổn định nền kinh tế. Do vậy, tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân đã giảm sút và đạt giá trị thấp nhất vào quý 2 năm 2012 (tăng trưởng 7,98% so với cùng kỳ năm trước). Sau đó, chỉ số này đã dần phục hồi và ổn định (Hình 4.2).



Nguồn: Tính toán của tác giả từ số liệu báo cáo tài chính của các NHTM niêm yết trên TTCK.

Hình 4.3. Tỷ lệ bất động sản thế chấp trung bình của các NHTM niêm yết trên TTCK

Nhằm thấy rõ hơn về thực trạng sử dụng bất động sản làm tài sản thế chấp tại các NHTM, tác giả tiến hành thu thập dữ liệu tỷ lệ bất động sản thế chấp (tổng giá trị bất động sản nhận thế chấp / tổng giá trị tài sản nhận thế chấp và cầm cố) của 13 NHTM niêm yết trên TTCK Việt Nam[1], do hạn chế về dữ liệu nên tác giả chưa thu thập được

[1] *Xem thêm tại phụ lục 3.1: Danh sách các NHTM được sử dụng để thu thập dữ liệu bất động sản nhận thế chấp.*

dữ liệu của toàn bộ các NHTM tại Việt Nam. Dữ liệu này được thu thập từ thuyết minh báo cáo tài chính của các NHTM. Tỷ lệ bất động sản thế chấp trung bình của 13 NHTM cho thấy bất động sản vẫn là loại hình tài sản thế chấp được sử dụng nhiều (khoảng trên 50%) để đảm bảo cho các khoản vay tại các ngân hàng (Hình 4.3). Do vậy, nếu TTBĐS biến động, sẽ gây ra các tác động không nhỏ đến khu vực ngân hàng.

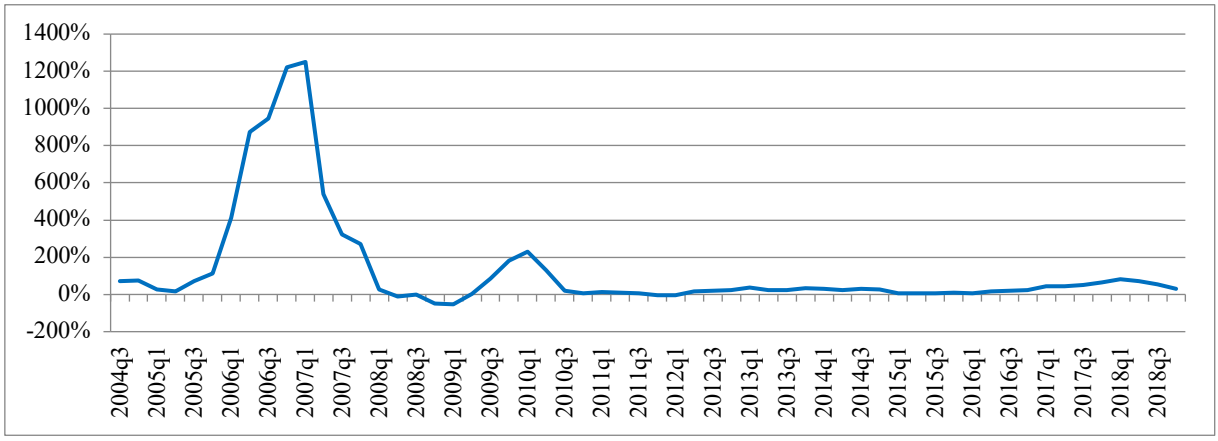
Nhìn chung, tại Việt Nam, khu vực ngân hàng đã thể hiện được vị thế quan trọng khi trở thành kênh cung ứng nguồn vốn tín dụng chủ yếu cho nền kinh tế, cũng như đối với TTBĐS. Tuy nhiên, bất động sản vẫn là loại hình tài sản thế chấp được sử dụng nhiều để đảm bảo cho khoản vay tại các ngân hàng. Do đó, TTBĐS có vai trò không nhỏ đối với khu vực ngân hàng.

- **Độ sâu tài chính của TTCK:**

Ngày 11/7/1998, với Nghị định số 48/1998/NĐ-CP về chứng khoán và TTCK, TTCK Việt Nam đã chính thức được hình thành. Đồng thời, Thủ tướng Chính phủ đã ký Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg thành lập Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (tiền thân của Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM) và Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (tiền thân của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội). Tuy nhiên, đến ngày 28/7/2000, phiên giao dịch đầu tiên mới chính thức được thực hiện tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, với hai mã chứng khoán REE (Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh) và SAM (Công ty Cổ phần Cáp và Vật liệu viễn thông), tổng giá trị vốn hoá thị trường vào ngày này là 444 tỷ đồng. Đối với Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, được khai trương vào ngày 08/3/2005 và giao dịch phiên đầu tiên vào ngày 14/7/2005 với 6 mã chứng khoán.

TTCK Việt Nam tuy còn khá non trẻ, nhưng quy mô thị trường đã gia tăng rất nhanh. Cụ thể, giá trị vốn hóa của TTCK so với GDP đã tăng hơn 4 lần trong vòng 10 năm qua, từ mức 12,47% so với GDP vào năm 2008 lên mức 54,10% so với GDP vào năm 2018 (Hình 4.1). Có thể nói rằng, TTCK Việt Nam đang trở thành một kênh huy động vốn quan trọng cho nền kinh tế. Huy động vốn của khối doanh nghiệp (thuộc sở hữu của tư nhân) thông qua phát hành cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp tăng 70% trong năm 2017 và trên 30% trong năm 2018, đạt 86 nghìn tỷ đồng và đưa Việt Nam trở thành

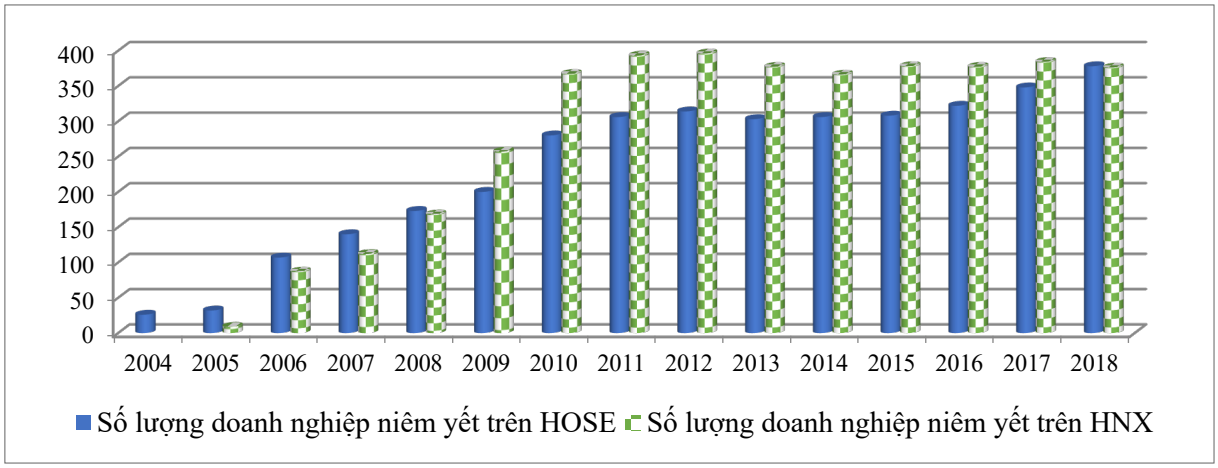
quốc gia có mức huy động vốn thành công nhất Đông Nam Á (Thời báo tài chính Việt Nam, 2019).



Nguồn: Tính toán của tác giả từ số liệu của Ủy ban Chứng khoán nhà nước.

Hình 4.4. Tăng trưởng giá trị vốn hóa TTCK (HOSE)

Vào giai đoạn cuối năm 2006 và đầu 2007, giá trị vốn hóa TTCK Việt Nam tăng trưởng mạnh do những tín hiệu tốt từ nền kinh tế và sự kiện Việt Nam trở thành thành viên chính thức của Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) (Hình 4.4). Khi đó, hoạt động sản xuất kinh doanh được mở rộng, đồng thời số lượng doanh nghiệp niêm yết trên TTCK cũng gia tăng mạnh (Hình 4.5). Vào cuối năm 2007, giá trị vốn hóa TTCK giảm mạnh, một trong những nguyên nhân dẫn đến tình trạng này có thể kể đến là những khó khăn từ nền kinh tế. Gần đây, TTCK Việt Nam đã phục hồi và giá trị vốn hóa TTCK đã tăng trưởng ổn định trở lại.



Nguồn: Ủy ban Chứng khoán nhà nước.

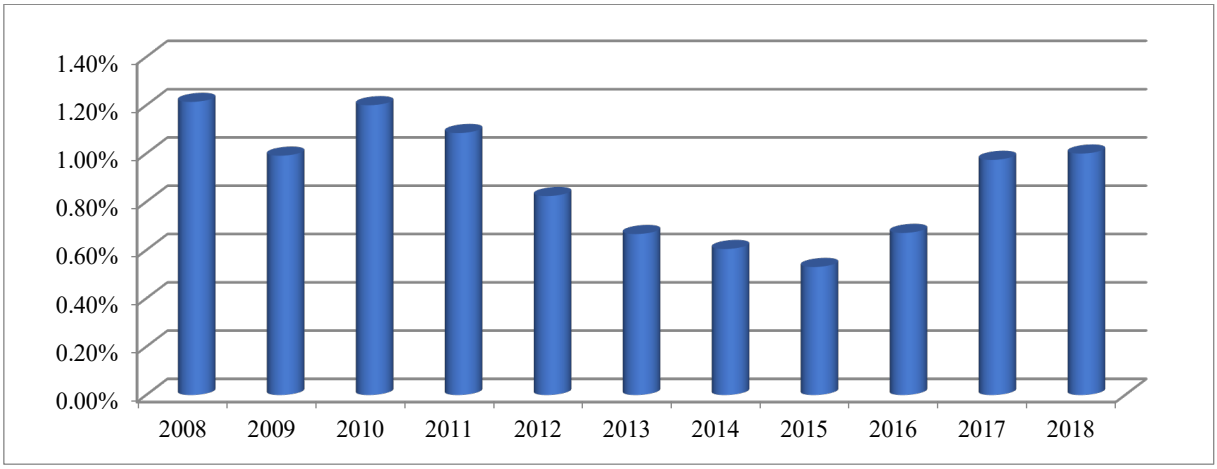
Hình 4.5. Số lượng doanh nghiệp niêm yết trên TTCK

Mặc dù quy mô của TTCK Việt Nam đã gia tăng đáng kể trong giai đoạn gần đây. Tuy nhiên, quy mô của hai Sở Giao dịch chứng khoán tại Việt Nam có sự chênh lệch khá cao. Trong đó, Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) có quy mô khá nhỏ so với Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) (Hình 3.4). Do đó, vấn đề tái cơ cấu toàn diện TTCK để cải thiện quy mô của thị trường là điều hết sức cần thiết.

Nhìn chung, quy mô của khu vực ngân hàng và TTCK Việt Nam đã có sự gia tăng đáng kể trong giai đoạn gần đây. Trong đó, khu vực ngân hàng đã giữ được vai trò chủ đạo trong việc cung ứng nguồn vồn cho nền kinh tế. Tuy nhiên, quy mô của TTCK vẫn còn khá nhỏ so với nền kinh tế. Do vậy, vấn đề đặt ra trong tương lai là độ sâu tài chính cần cải thiện theo hướng đảm bảo nguồn vốn do khu vực ngân hàng cung ứng cho nền kinh tế được sử dụng một cách hiệu quả. Đồng thời, cần cải thiện quy mô của TTCK, thúc đẩy TTCK trở thành kênh cung ứng nguồn vốn quan trọng cho nền kinh tế cũng như TTBĐS.

4.1.1.2. Thực trạng về hiệu quả tài chính tại Việt Nam

- Hiệu quả tài chính của khu vực ngân hàng:

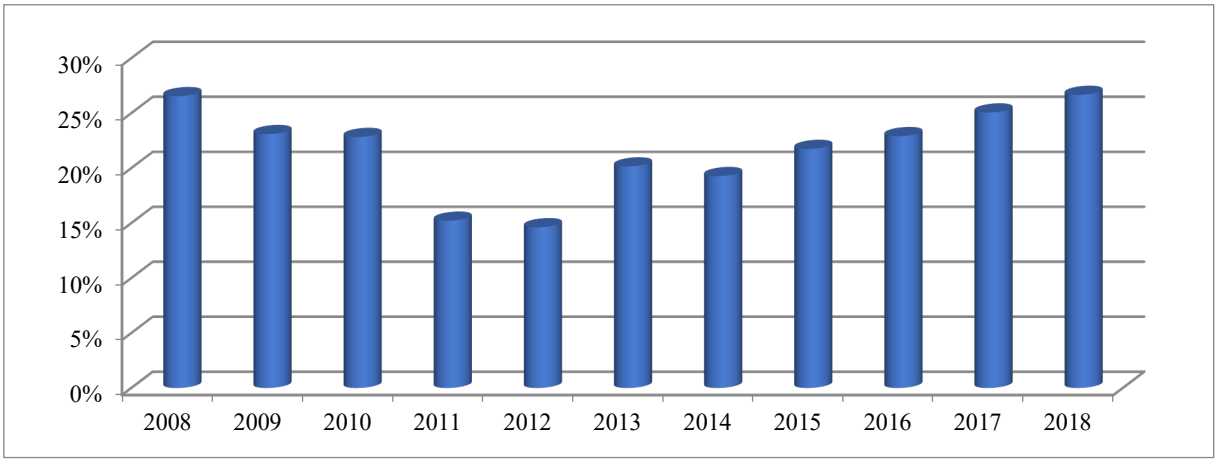


Nguồn: World Bank.

Hình 4.6. Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) của các NHTM

Nhằm thấy được hiệu quả tài chính của khu vực ngân hàng, tác giả tiến hành thu thập dữ liệu tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) và thu nhập ngoài lãi so với tổng thu nhập của các NHTM Việt Nam, đây là hai chỉ số thuộc bộ chỉ số phát triển tài chính được World Bank công bố dữ liệu theo năm. Hình 4.6 cho thấy khả năng sinh lợi của các NHTM đã giảm mạnh trong giai đoạn 2011-2015. Khi đó, nền kinh tế gặp nhiều khó

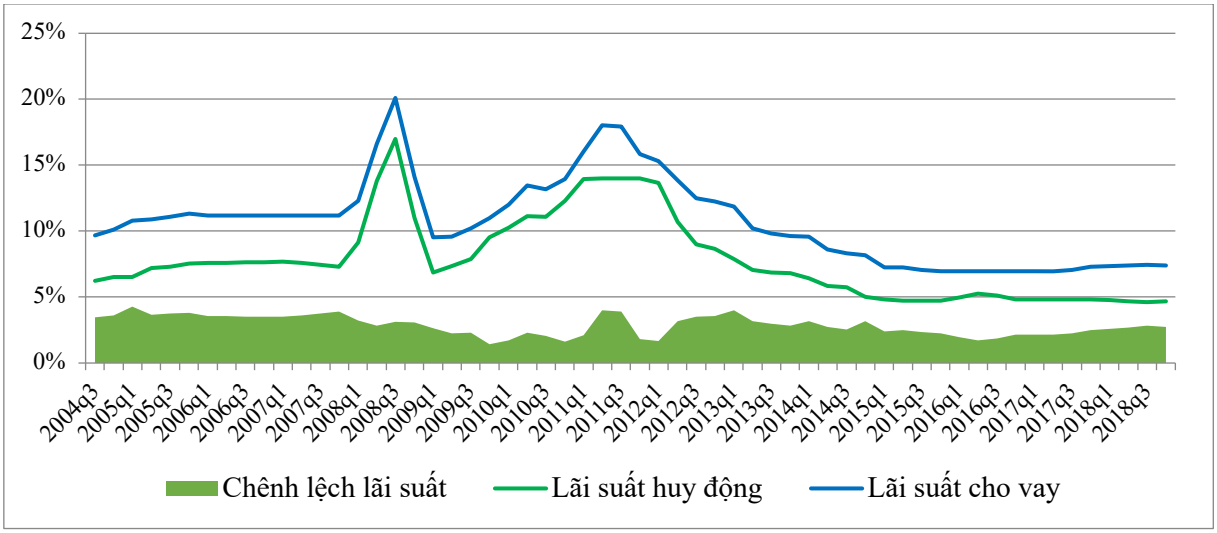
khăn và các NHTM đang thắt chặt chính sách tín dụng. Gần đây, khả năng sinh lợi của các NHTM đã tăng trưởng trở lại.



Nguồn: World Bank.

Hình 4.7. Thu nhập ngoài lãi so với tổng thu nhập của các NHTM

Tại Việt Nam, hoạt động tín dụng vẫn chiếm vai trò chủ đạo và tạo ra nguồn thu nhập chính cho các NHTM. Do vậy, thu nhập từ lãi của các NHTM luôn chiếm tỷ lệ lớn (trên 70%) (Hình 4.7). Gần đây, tỷ lệ thu nhập từ lãi giảm, thay vào đó là thu nhập ngoài lãi tăng lên, điều này cho thấy các NHTM đang đa dạng hóa nguồn thu nhập và giảm dần sự phụ thuộc quá lớn vào nguồn thu nhập từ cho vay.



Nguồn: IMF.

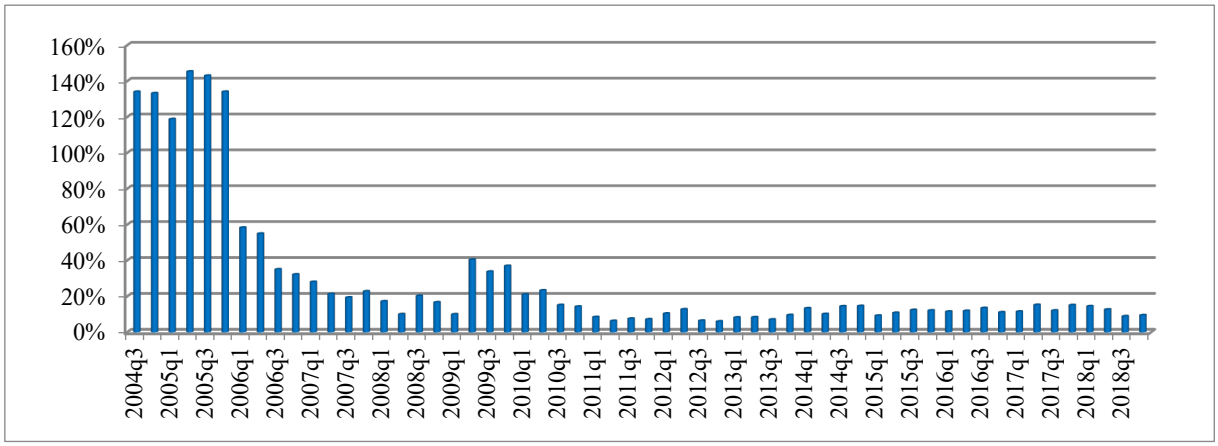
Hình 4.8. Lãi suất cho vay, lãi suất huy động và chênh lệch lãi suất

Với một góc độ khác, hiệu quả tài chính của khu vực ngân hàng còn được thể hiện thông qua chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động. Hình 4.8 cho thấy

chênh lệch lãi suất đạt giá trị cao nhất vào quý 1 năm 2005 (4,28%). Vào thời điểm này, nền kinh tế Việt Nam đang tăng trưởng tốt, hoạt động sản xuất kinh doanh được mở rộng, khu vực ngân hàng đóng vai trò chủ yếu trong việc cung ứng nguồn vốn cho nền kinh tế. Khi đó, khu vực ngân hàng tại Việt Nam đã phát triển khá ấn tượng. Vào năm 2008, với những khó khăn từ nền kinh tế, Ngân hàng Nhà nước đã thực hiện chính sách tiền tệ thận trọng hơn nhằm góp phần ổn định nền kinh tế. Điều này đã làm cho lãi suất cho vay và lãi suất huy động tăng cao (đạt giá trị cao nhất vào quý 3 năm 2008). Đồng thời, chênh lệch lãi suất đạt giá trị thấp nhất vào quý 4 năm 2009 (1,45%). Vào năm 2011, lãi suất cho vay và lãi suất huy động cũng tăng cao do nền kinh tế gặp nhiều khó khăn, Ngân hàng Nhà nước phải áp dụng chính sách thắt chặt tiền tệ. Từ năm 2012, mặt bằng lãi suất đã giảm và ổn định dần theo định hướng của Ngân hàng Nhà nước. Cùng với đó, nền kinh tế đã khởi sắc trở lại, tạo đà cho các ngân hàng tiếp tục giảm lãi suất để hỗ trợ doanh nghiệp phát triển sản xuất kinh doanh, qua đó thúc đẩy nền kinh tế phát triển (LienVietPostBank, 2017).

Vậy, khu vực ngân hàng tại Việt Nam đã trải qua nhiều giai đoạn khó khăn do những bất ổn của nền kinh tế. Gần đây, hiệu quả tài chính của khu vực ngân hàng đã có nhiều cải thiện đáng kể. Đây là nguồn lực quan trọng để giúp khu vực ngân hàng cải thiện chất lượng dịch vụ và phát triển. Tuy nhiên, nguồn thu nhập từ lãi vẫn chiếm tỷ trọng lớn (khoảng trên 70%), do đó khu vực ngân hàng cần đa dạng hóa nguồn thu nhập và giảm dần sự phụ thuộc quá lớn vào nguồn thu nhập từ cho vay.

- Hiệu quả tài chính của TTCK:



Nguồn: Ủy ban Chứng khoán nhà nước.

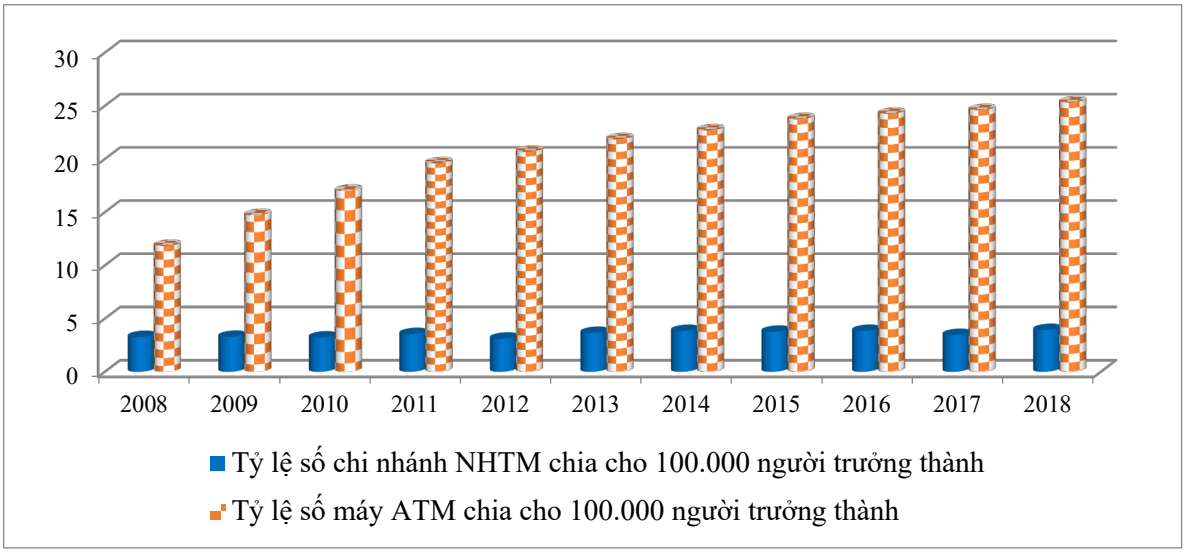
Hình 4.9. Hiệu quả TTCK (HOSE)

Sự phát triển của TTCK có thể được đo lường dưới góc độ hiệu quả bằng tỷ lệ giữa tổng giá trị giao dịch trên thị trường trong kỳ chia cho giá trị vốn hóa thị trường trung bình trong kỳ. Chỉ số này có ưu điểm khi phản ánh được hiệu suất hoạt động và thanh khoản của thị trường. Hình 4.9 cho thấy hiệu quả TTCK Việt Nam đạt giá trị cao vào giai đoạn từ năm 2004 đến đầu năm 2007 do những tín hiệu tích cực của nền kinh tế. Khi đó, cùng với sự gia tăng về giá trị vốn hoá thì giá trị giao dịch trên thị trường cũng gia tăng khá ấn tượng. Tuy nhiên, hiệu quả TTCK Việt Nam đã giảm mạnh ngay sau đó do những khó khăn từ nền kinh tế. Gần đây, chỉ số này khá ổn định.

Nhìn chung, hiệu quả tài chính của khu vực ngân hàng và TTCK đã có nhiều cải thiện trong giai đoạn gần đây. Qua đó, khu vực ngân hàng và TTCK sẽ có nguồn lực quan trọng để cải thiện chất lượng dịch vụ, nâng cao năng lực cung ứng nguồn vốn cho nền kinh tế cũng như TTBĐS. Tuy nhiên, đối với khu vực ngân hàng, nguồn thu nhập từ lãi vẫn chiếm tỷ trọng lớn. Do đó, vấn đề đặt ra là khu vực ngân hàng cần giảm dần sự phụ thuộc quá lớn vào nguồn thu nhập từ cho vay. Để làm được điều này, khu vực ngân hàng cần đa dạng hóa nguồn thu nhập thông qua việc phát triển đa dạng các dịch vụ tài chính, đặc biệt là các dịch vụ ứng dụng công nghệ cao.

4.1.1.3. Thực trạng về khả năng tiếp cận tài chính tại Việt Nam

- Khả năng tiếp cận tài chính của khu vực ngân hàng:

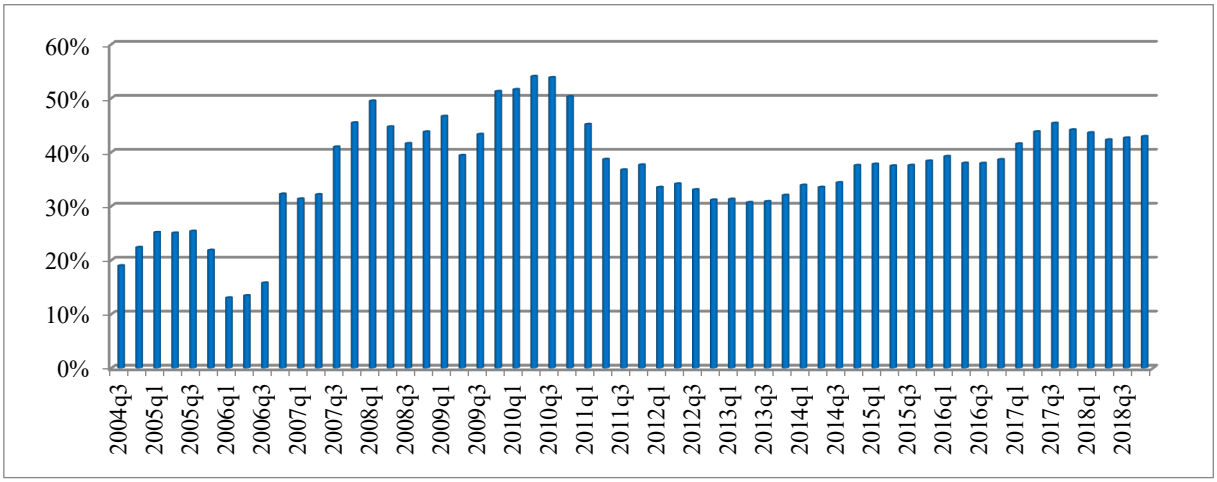


Nguồn: World Bank.

Hình 4.10. Khả năng tiếp cận tài chính của các NHTM

Tác giả tiến hành thu thập dữ liệu về khả năng tiếp cận tài chính của các NHTM thông qua các chỉ số thuộc bộ chỉ số phát triển tài chính được World Bank công bố dữ liệu theo năm. Hình 4.10 cho thấy số chi nhánh của các NHTM và số máy ATM so với 100.000 người trưởng thành được mở rộng qua các năm. Động thái gia tăng mạng lưới điểm giao dịch của các NHTM đã góp phần không nhỏ trong việc thu hẹp khoảng cách giữa người dân với ngân hàng. Hay nói cách khác, điều này cho thấy khả năng tiếp cận các dịch vụ ngân hàng của người dân đã có nhiều cải thiện. Tuy nhiên, mạng lưới điểm giao dịch giữa các NHTM tại Việt Nam còn chênh lệch nhiều. Mặt khác, mạng lưới điểm giao dịch còn tập trung chủ yếu ở khu vực thành thị. Do vậy, khu vực ngân hàng cần cải thiện khả năng tiếp cận tài chính thông qua việc ứng dụng công nghệ cao vào các dịch vụ ngân hàng, qua đó sẽ nâng cao được khả năng thu hút và phân bổ nguồn lực tài chính cho nền kinh tế.

- Khả năng tiếp cận tài chính của TTCK:



Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Hình 4.11. Khả năng tiếp cận tài chính của TTCK (HOSE)

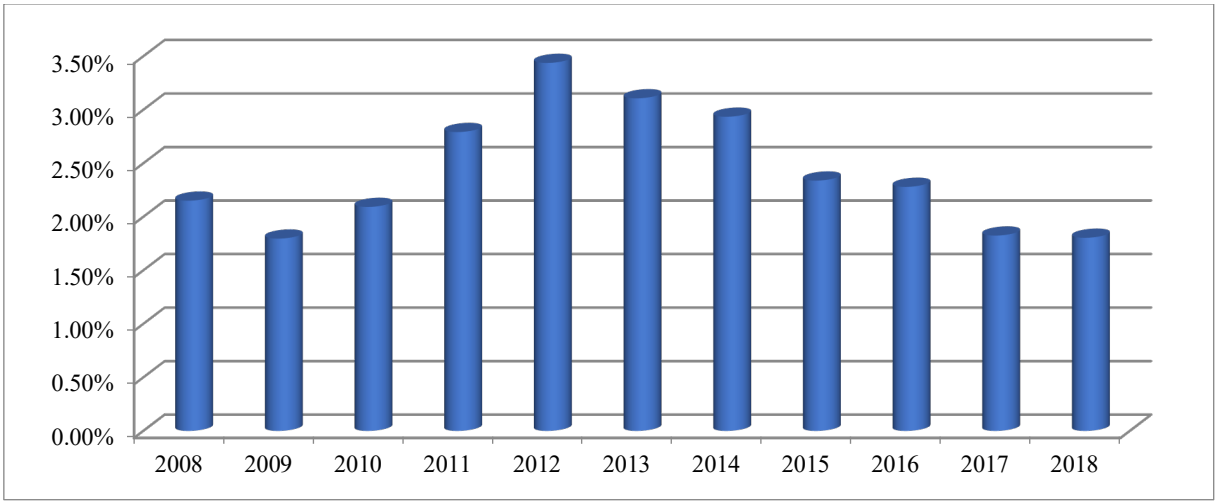
Khả năng tiếp cận tài chính của TTCK có thể được đo lường thông qua tỷ lệ giá trị vốn hoá thị trường (không bao gồm 10 doanh nghiệp lớn nhất) so với giá trị vốn hoá của toàn bộ thị trường. Hay nói cách khác, chỉ số này cho thấy tỷ trọng về quy mô của các doanh nghiệp không thuộc top 10 doanh nghiệp lớn nhất so với quy mô của toàn bộ thị trường. Trong toàn bộ giai đoạn nghiên cứu, khả năng tiếp cận tài chính của TTCK Việt Nam đạt giá trị thấp nhất vào quý 1 năm 2006. Khi đó, giá trị vốn hóa thị trường của top 10 doanh nghiệp lớn nhất (gồm các mã cổ phiếu: VNM, KDC, GMD, REE,

SAM, TYA, NKD, SSC, TMS, BT6) chiếm khoảng 87% so với giá trị vốn hóa toàn thị trường. Khả năng tiếp cận tài chính của TTCK đạt giá trị cao nhất vào quý 2 năm 2010, khi đó giá trị vốn hóa thị trường của top 10 doanh nghiệp lớn nhất (gồm các mã cổ phiếu: VCB, VNM, CTG, BVH, HAG, MSN, EIB, VIC, STB, PVF) chiếm khoảng 46% so với giá trị vốn hóa toàn thị trường (Hình 4.11). Khả năng tiếp cận tài chính của TTCK Việt Nam đã có nhiều cải thiện trong giai đoạn gần đây nhưng vẫn đạt giá trị khá thấp (khoảng 43% vào năm 2018). Thực tế cho thấy, những doanh nghiệp lớn trên TTCK có tác dụng "dẫn dắt" thị trường phát triển, nhưng cũng có thể tạo nhiều khó khăn cho các doanh nghiệp mới phát hành khi gia nhập TTCK, đồng thời cũng ảnh hưởng không nhỏ đến các nhà đầu tư trên TTCK.

Vậy, khả năng tiếp cận tài chính của khu vực ngân hàng và TTCK đã có nhiều cải thiện trong giai đoạn gần đây. Tuy nhiên, còn tồn tại một số hạn chế về khả năng tiếp cận tài chính, đặc biệt là khả năng tiếp cận tài chính của TTCK còn khá thấp. Nếu cải thiện được điều này, TTCK sẽ gia tăng được đáng kể về phạm vi cung ứng nguồn vốn cho nền kinh tế cũng như TTBĐS.

4.1.1.4. Thực trạng về ổn định tài chính tại Việt Nam

- Ổn định tài chính của khu vực ngân hàng:



Nguồn: World Bank.

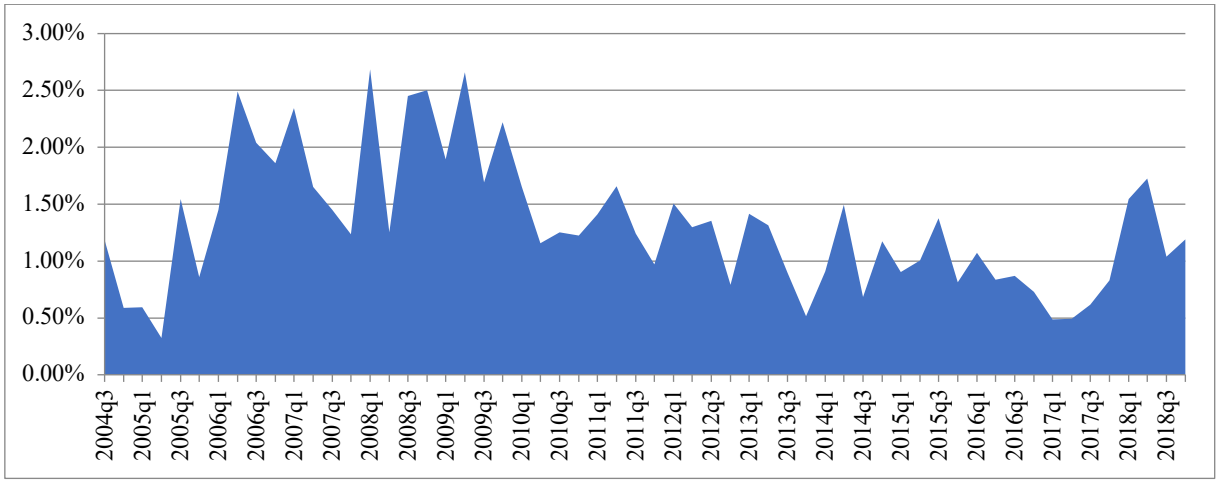
Hình 4.12. Tỷ lệ nợ xấu so với tổng dư nợ của các NHTM

Ổn định tài chính của khu vực ngân hàng có thể được đo lường thông qua tỷ lệ nợ xấu so với tổng tư nợ của các NHTM. Đây là chỉ số thuộc bộ chỉ số phát triển tài

chính được World Bank công bố dữ liệu theo năm. Hình 4.12 cho thấy chỉ số này gia tăng khá cao vào giai đoạn 2010-2012, nguyên nhân có thể kể đến là do những khó khăn từ nền kinh tế, số lượng doanh nghiệp thua lỗ và phá sản gia tăng (Ngân hàng Nhà nước, 2012). Sau đó, tỷ lệ nợ xấu của các NHTM đã được cải thiện nhiều. Bởi vì, tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng ở mức hợp lý hơn, đồng thời năng lực quản lý rủi ro tại các NHTM cũng được cải thiện.

Nhìn chung, mặc dù đã trải qua nhiều giai đoạn khó khăn nhưng khu vực ngân hàng tại Việt Nam đã phát triển tương đối ổn định trong giai đoạn gần đây. Điều này sẽ là cơ sở quan trọng để phục hồi nền kinh tế.

- Ổn định tài chính của TTCK:



Nguồn: Tính toán của tác giả từ số liệu của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Hình 4.13. Biến động TTCK

Tác giả tiến hành xem xét ổn định tài chính thông qua chỉ số biến động TTCK (SMV), cụ thể là độ lệch chuẩn của tăng trưởng chỉ số chứng khoán trong kỳ. Hình 4.13 cho thấy, TTCK Việt Nam biến động khá nhiều, đặc biệt là vào các giai đoạn nền kinh tế tăng trưởng tốt (2006-2007, 2018) và giai đoạn nền kinh tế gặp nhiều khó khăn (2008-2009). Điều này cho thấy TTCK Việt Nam phản ứng khá tốt trước các thông tin thị trường và diễn biến của nền kinh tế. Tuy nhiên, sự biến động của TTCK có thể ảnh hưởng không nhỏ đến nhà đầu tư, nền kinh tế và các thị trường khác.

Nhìn chung, phát triển tài chính tại Việt Nam đã có sự cải thiện đáng kể trong giai đoạn gần đây. Trong đó, khu vực ngân hàng giữ vai trò chủ đạo trong việc cung ứng nguồn vốn cho nền kinh tế. Hoạt động tín dụng vẫn chiếm vai trò chủ đạo và tạo ra

nguồn thu nhập chính cho khu vực ngân hàng. Do đó, khu vực ngân hàng cần đa dạng hóa nguồn thu nhập thông qua việc phát triển đa dạng các dịch vụ tài chính, điều này sẽ làm giảm dần sự phụ thuộc quá lớn vào nguồn thu nhập từ cho vay. Đối với TTCK Việt Nam, mặc dù còn khá non trẻ nhưng quy mô của thị trường đã gia tăng rất nhanh. Đặc biệt, TTCK đang ngày càng thể hiện được vị thế quan trọng trong việc cung ứng nguồn vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế. Tuy nhiên, TTCK Việt Nam vẫn còn một số hạn chế. Chẳng hạn, khả năng tiếp cận tài chính của TTCK còn thấp. Đặc biệt, việc cung ứng nguồn vốn trung và dài hạn từ TTCK vào TTBĐS còn hạn chế. Nguyên nhân dẫn đến tình trạng này có thể kể đến là: quỹ đầu tư bất động sản trên TTCK còn ít và chưa phát triển; số lượng các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên TTCK chưa nhiều, cụ thể là trong khoảng hơn 10.000 doanh nghiệp bất động sản thì chỉ có 65 doanh nghiệp niêm yết trên TTCK (HOREA, 2019).

4.1.2. Thực trạng về thị trường bất động sản tại Việt Nam

Sự hình thành và phát triển của TTBĐS Việt Nam gắn liền với cuộc đổi mới mà Đảng và Nhà nước tiến hành từ sau đại hội Đảng Cộng sản Việt Nam lần thứ VI năm 1986. Theo đó, nền kinh tế sẽ phát triển theo cơ chế thị trường, dưới sự quản lý và điều tiết vĩ mô của Nhà nước theo định hướng xã hội chủ nghĩa.

Quá trình phát triển của TTBĐS Việt Nam có thể chia thành ba giai đoạn chính: (1) giai đoạn trước khi có Luật Đất đai năm 1993; (2) giai đoạn từ khi có Luật Đất đai năm 1993 đến trước khi có Luật Đất đai năm 2003; (3) giai đoạn từ khi có Luật Đất đai năm 2003 đến nay.

- **Giai đoạn 1: trước khi có Luật Đất đai năm 1993.**

Năm 1987, Luật Đất đai ra đời tạo nền tảng pháp lý quan trọng cho TTBĐS Việt Nam. Theo Luật này, đất đai thuộc sở hữu toàn dân và do Nhà nước thống nhất quản lý (điều 1). Nhà nước bảo đảm cho người sử dụng đất được hưởng những quyền lợi hợp pháp trên đất được giao, kể cả quyền chuyển, nhượng, bán thành quả lao động, kết quả đầu tư trên đất được giao khi không còn sử dụng đất và đất đó được giao cho người khác sử dụng theo trình tự, thủ tục do pháp luật quy định (điều 3). Đồng thời, nghiêm cấm việc mua, bán, lấn, chiếm đất đai, nhận đất được giao mà không sử dụng, sử dụng không đúng mục đích.

Vậy, Nhà nước cho phép chuyển, nhượng, bán thành quả lao động, kết quả đầu tư trên đất được giao khi không còn sử dụng đất và đất đó được giao cho người khác sử dụng, là điều kiện tiền đề để hình thành TTBĐS.

- **Giai đoạn 2: từ khi có Luật Đất đai năm 1993 đến trước khi có Luật Đất đai năm 2003.**

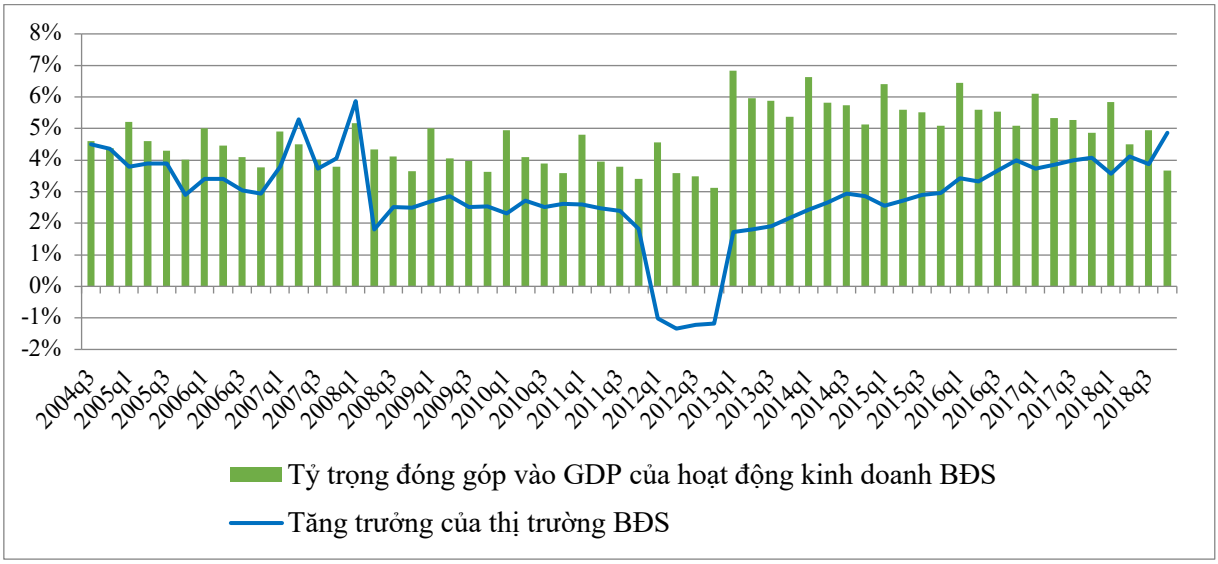
Luật Đất đai năm 1993 ra đời trên cơ sở Hiến pháp năm 1992. Theo đó, đất đai thuộc sở hữu toàn dân do Nhà nước thống nhất quản lý (điều 1). Đồng thời, cho phép hộ gia đình, cá nhân được Nhà nước giao đất có quyền chuyển đổi, chuyển nhượng, cho thuê, thừa kế, thế chấp quyền sử dụng đất (điều 3). Vậy, Luật Đất đai năm 1993 đã thừa nhận đất đai có giá trị, đây là dấu mốc quan trọng cho sự ra đời của TTBĐS chính thức, khi mà các giao dịch nhà đất được thừa nhận.

Do đó, giá bất động sản trong giai đoạn 1994-1996 liên tục gia tăng, bắt đầu từ các thành phố lớn (như Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh), và lan rộng ra khắp các địa phương khác trong cả nước. Giai đoạn 1997-1999, do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á (xuất phát từ khủng hoảng nhà đất ở Thái Lan), giá nhà đất tại Việt Nam liên tục giảm, dẫn đến việc thị trường rơi vào trạng thái đóng băng. Tuy nhiên, từ năm 2000, TTBĐS Việt Nam đã phục hồi trở lại, cùng với tăng trưởng mạnh của nền kinh tế trong nước, dẫn đến cơn sốt giá nhà đất lần thứ hai vào giai đoạn 2001-2003 (Nguyễn Quỳnh Hoa, 2014).

- **Giai đoạn 3: từ khi có Luật Đất đai năm 2003 đến nay.**

Luật Đất đai năm 2003 đã phù hợp hơn với cơ chế thị trường. Luật này đã quy định rõ đất được tham gia TTBĐS (điều 61). Đồng thời, Luật này đã nêu rõ các biện pháp quản lý đất đai của Nhà nước trong việc phát triển TTBĐS (điều 63). Ngoài ra, điều 106 còn quy định các quyền của người sử dụng đất một cách mở rộng hơn so với Luật Đất đai năm 1993, cụ thể: người sử dụng đất được thực hiện các quyền chuyển đổi, chuyển nhượng, cho thuê, cho thuê lại, thừa kế, tặng cho quyền sử dụng đất; quyền thế chấp, bảo lãnh, góp vốn bằng quyền sử dụng đất, và quyền được bồi thường khi Nhà nước thu hồi đất. Điều này đã làm cho hàng hóa trên TTBĐS trở nên đa dạng hơn so với các giai đoạn trước.

Luật Đất đai năm 2003 có hiệu lực thi hành từ ngày 01 tháng 7 năm 2004. Do vậy, đề tài luận án này tiến hành phân tích TTBĐS trong giai đoạn từ quý 3 năm 2004 đến quý 4 năm 2018.



Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam.

Hình 4.14. Diễn biến TTBĐS Việt Nam

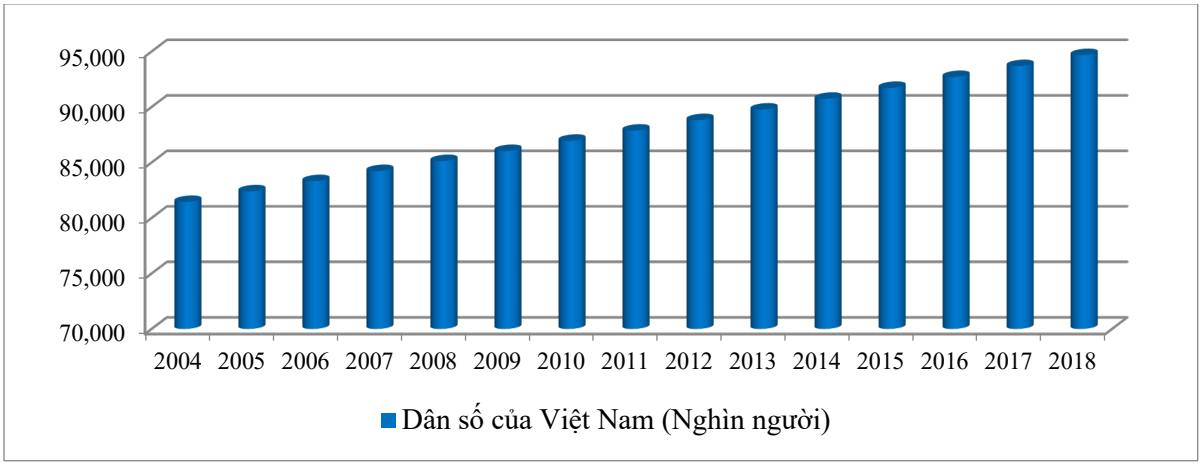
Tỷ trọng đóng góp vào GDP của hoạt động kinh doanh bất động sản hàng quý chiếm khoảng 5%. Tăng trưởng TTBĐS đạt giá trị cao nhất vào quý 1 năm 2008 (tăng trưởng 5,87% so với cùng kỳ năm trước), thấp nhất vào quý 2 năm 2012 (tăng trưởng -1,34% so với cùng kỳ năm trước) (Hình 4.14). Thực tế cho thấy, tăng trưởng TTBĐS Việt Nam biến động liên tục theo thời gian, đạt giá trị khá cao vào năm 2007 và quý 1 năm 2008. Tuy nhiên, chỉ số này giảm sút mạnh vào quý 2 năm 2008 do những khó khăn từ nền kinh tế. Sự suy giảm của TTBĐS kéo dài đến quý 2 năm 2012, khi mà hàng tồn kho tăng cao, ngành bất động sản khó tiếp cận nguồn vốn do tín dụng ngân hàng thắt chặt và nền kinh tế còn gặp nhiều khó khăn bởi cơ chế chính sách còn nhiều điểm tồn tại (TCER, 2014). Từ cuối năm 2013, TTBĐS Việt Nam đã từng bước được phục hồi tích cực và tăng đều qua các năm.

Trong giai đoạn nghiên cứu, nền kinh tế Việt Nam đã trải qua nhiều thời điểm khó khăn, nhu cầu về bất động sản của người dân ở các thành phố lớn ngày càng tăng, điều này đã làm cho TTBĐS cũng như nền kinh tế biến động liên tục một cách khó lường và tiềm ẩn nhiều rủi ro (Bộ Xây dựng, 2016).

Bảng 4.1. Tỷ lệ đô thị hóa, tốc độ đô thị hóa của Việt Nam và một số quốc gia trong khu vực (năm 2017)

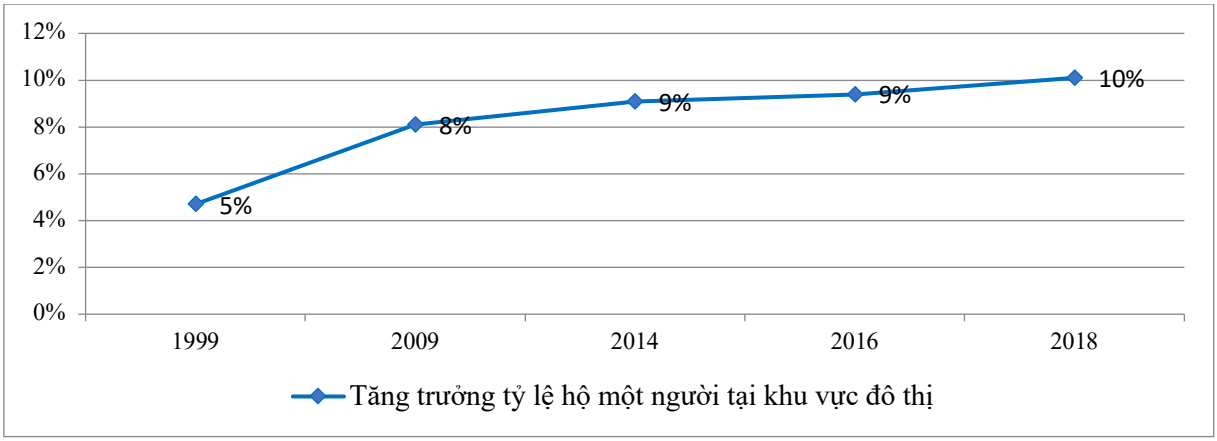
	Malaysia	Trung Quốc	Indonesia	Thái Lan	Philippines	Việt Nam
Tỷ lệ đô thị hóa	75%	58%	55%	53%	44%	35%
Tốc độ đô thị hóa	2,2%	2,3%	2,3%	2,2%	1,6%	2,6%

Nguồn: Savills (2018).



Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam.

Hình 4.15. Dân số của Việt Nam



Nguồn: Savills (2018).

Hình 4.16. Tăng trưởng tỷ lệ hộ một người tại khu vực đô thị của Việt Nam

Bảng 4.1 cho thấy Việt Nam có tỷ lệ đô thị hóa thấp nhất, tuy nhiên tốc độ đô thị hóa lại cao nhất so với các quốc gia trong khu vực. Dân số của Việt Nam cũng ngày

càng gia tăng (Hình 4.15). Không chỉ vậy, tỷ lệ hộ một người tại khu vực đô thị của Việt Nam cũng tăng trưởng nhanh (Hình 4.16). Điều này cho thấy, trong thời gian tới, nhu cầu bất động sản sẽ gia tăng và TTBĐS sẽ có tiềm năng rất lớn, đặc biệt là ở các đô thị lớn như thành phố Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh.

Nhìn chung, TTBĐS Việt Nam có lịch sử phát triển còn tương đối non trẻ. Tuy nhiên, thị trường này đã có những bước phát triển đáng kể và có vai trò không nhỏ đối với nền kinh tế. Thực tế cho thấy, TTBĐS Việt Nam còn gặp phải một số hạn chế và khó khăn như sau:

- **TTBĐS gặp nhiều khó khăn khi tiếp cận vốn:**

Ở các quốc gia phát triển, nguồn vốn vào TTBĐS bắt nguồn chủ yếu từ TTCK, do các quỹ đầu tư bất động sản đã phát huy một cách hiệu quả thông qua việc dẫn nguồn vốn trung và dài hạn từ TTCK vào TTBĐS (HOREA, 2018a). Tại Việt Nam, Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư số 228/2012/TT-BTC (ngày 27/12/2012) hướng dẫn thành lập và quản lý quỹ đầu tư bất động sản. Tuy nhiên, đến ngày 27/02/2017, Việt Nam mới có quỹ đầu tư bất động sản đầu tiên - Techcom Vietnam (TCREIT) do Công ty TNHH Quản lý quỹ Kỹ thương quản lý (được niêm yết tại HOSE), với tổng số vốn huy động còn hạn chế (50 tỷ đồng). Mặt khác, Việt Nam hiện có khoảng hơn 10.000 doanh nghiệp bất động sản, nhưng chỉ có 65 doanh nghiệp niêm yết trên TTCK (HOREA, 2019), do đó nguồn vốn huy động từ TTCK còn hạn chế.

Nhìn chung, TTBĐS Việt Nam vẫn bị phụ thuộc rất lớn vào nguồn vốn vay từ khu vực ngân hàng (Lê Xuân Nghĩa, 2011; HOREA, 2018b). Thật vậy, tại Việt Nam, khoảng 70-80% nguồn vốn vào TTBĐS là từ khu vực ngân hàng (Lê Xuân Nghĩa, 2011). Đối với khu vực ngân hàng, tín dụng bất động sản chiếm tỷ trọng khoảng 8% trong tổng dư nợ (Ngân hàng Nhà nước – chi nhánh TP.HCM, 2015). Việc phụ thuộc nhiều vào chính sách tín dụng khiến cho TTBĐS gặp nhiều khó khăn trong các giai đoạn chính sách tín dụng thắt chặt.

Gần đây, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành Thông tư 22/2019/TT-NHNN (ngày 15/11/2019), trong đó quy định tỷ lệ tối đa của nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung hạn và dài hạn tại các ngân hàng phải tuân thủ theo lộ trình: 40% (áp dụng từ ngày 01/01/2020 đến ngày 30/9/2020), 37% (áp dụng từ ngày 01/10/2020 đến ngày

30/9/2021), 34% (áp dụng từ ngày 01/10/2021 đến ngày 30/9/2022), 30% (áp dụng từ ngày 01/10/2022). Trước đó, Thủ tướng Chính phủ cũng đã có Chỉ thị số 11/CT-TTg (23/4/2019) yêu cầu kiểm soát chặt chẽ tín dụng đối với lĩnh vực kinh doanh bất động sản. Những quy định này nhằm hạn chế rủi ro cho các ngân hàng. Tuy nhiên, điều này có thể gây khó khăn cho TTBĐS trong việc tiếp cận vốn.

- **Mất cân đối giữa cung và cầu trên TTBĐS:**

Thực tế cho thấy, nhu cầu về bất động sản tại các đô thị lớn ngày càng gia tăng do sức ép tăng trưởng dân số. Tuy nhiên, nhiều sản phẩm bất động sản vẫn khó bán. Bởi vì, tồn tại tình trạng mất cân đối giữa cung và cầu trên TTBĐS. Nhiều sản phẩm bất động sản thuộc phân khúc trung và cao cấp, trong khi đó người dân có nhu cầu mua bất động sản thực sự lại không đủ năng lực tài chính để mua. Chẳng hạn, tại thành phố Hồ Chí Minh, vào năm 2018, tỷ lệ căn hộ bình dân chiếm tỷ lệ thấp với 24,7%. Trong khi đó, phân khúc căn hộ cao cấp chiếm khoảng 1/3 thị trường và đã xuất hiện dấu hiệu thừa cung tại thành phố Hồ Chí Minh cũng như trong phạm vi cả nước. Đối với phân khúc nhà ở xã hội và giá rẻ, nhu cầu nhà ở xã hội trong giai đoạn 2011-2020 cần khoảng 440.000 căn. Trong đó, thành phố Hồ Chí Minh khoảng 134.000 căn, thành phố Hà Nội khoảng 110.000 căn, còn lại là các tỉnh và thành phố khác trong cả nước. Tuy nhiên, đến năm 2018, các địa phương mới đáp ứng được khoảng 28% kế hoạch đã đề ra (SBS, 2018). Do vậy, nhu cầu về nhà ở xã hội dành cho người nghèo và thu nhập thấp còn rất lớn, trong khi đó lại xuất hiện dấu hiệu thừa cung đối với phân khúc căn hộ cao cấp. Đây là biểu hiện mất cân đối giữa cung và cầu trên TTBĐS, đồng thời cũng phản ánh sự phát triển thiếu bền vững của TTBĐS.

- **Thông tin dữ liệu về TTBĐS còn nhiều hạn chế:**

Thông tin dữ liệu về TTBĐS còn nhiều hạn chế, dữ liệu về TTBĐS chưa được công bố đầy đủ, chưa đảm bảo tin cậy và thiếu minh bạch. Đặc biệt, các thông tin về quy hoạch vị trí dự án chưa rõ ràng, gây khó khăn cho các chủ thể tham gia TTBĐS. Theo báo cáo về chỉ số minh bạch bất động sản toàn cầu năm 2018 của Jones Lang LaSalle, chỉ số minh bạch của TTBĐS Việt Nam đang dần được cải thiện nhưng vẫn chỉ đứng thứ 61/100 TTBĐS trên toàn cầu về xếp hạng minh bạch, dẫn đầu nhóm "kém minh bạch" (Cổng thông tin điện tử Bộ Tài chính, 2019).

Tại các địa phương, Sở Xây dựng quản lý và theo dõi các dự án bất động sản, còn phân khúc nhà ở dân tự xây lại thuộc về trách nhiệm của Ủy ban Nhân dân các quận, huyện. Dữ liệu về TTBĐS do các đơn vị này quản lý chưa được tập trung và thống nhất. Ngoài ra, Bộ Xây dựng đã đưa ra phương hướng tính toán và công khai chỉ số giá bất động sản, nhưng cho đến nay vẫn chưa thực hiện được. Những hạn chế về thông tin dữ liệu thị trường đã ảnh hưởng không nhỏ đến công tác quản lý, cũng như công tác dự báo xu hướng của TTBĐS. Đồng thời, hiện tượng đầu cơ trên TTBĐS gia tăng, trong khi đó việc tiếp cận nhà ở của những người có nhu cầu thực sự lại gặp nhiều khó khăn.

4.2. Kết quả mô hình nghiên cứu

4.2.1. Thống kê mô tả và phân tích tương quan

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập theo quý, trong giai đoạn từ quý 3 năm 2004 đến quý 4 năm 2018, với 58 quan sát. Kết quả thống kê mô tả những biến được sử dụng trong các mô hình nghiên cứu được trình bày trong Bảng 4.2 dưới đây:

Bảng 4.2. Thống kê mô tả các biến[2]

Tên biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Tăng trưởng TTBĐS (REM)	0,0288	0,0142	-0,0134	0,0587
Tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP)	0,2460	0,1263	0,0798	0,6321
Giá trị vốn hóa TTCK (SMC)	1,3161	2,8187	-0,5299	12,5032
Chênh lệch lãi suất (LDS)	0,0285	0,0074	0,0145	0,0428
Hiệu quả TTCK (SME)	0,2897	0,3794	0,0596	1,4531
Khả năng tiếp cận tài chính (SMA)	0,3688	0,0952	0,1303	0,5406
Biến động TTCK (SMV)	0,0132	0,0058	0,0033	0,0269
Tăng trưởng kinh tế (GDP)	0,0659	0,0134	0,0314	0,0945
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)	0,0831	0,0626	0,0000	0,2790

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

[2] *Xem thêm tại phụ lục 4.1. Kết quả thống kê mô tả các biến.*

Bảng 4.2 cho thấy số liệu thống kê sơ bộ về các biến được sử dụng trong mô hình nghiên cứu. Trong đó, REM đạt giá trị thấp nhất vào quý 2 năm 2012, cao nhất vào quý 1 năm 2008. DCP đạt giá trị thấp nhất vào quý 2 năm 2012, cao nhất vào quý 1 năm 2008. SMC đạt giá trị thấp nhất vào quý 1 năm 2009, cao nhất vào quý 1 năm 2007. LDS đạt giá trị thấp nhất vào quý 4 năm 2009, cao nhất vào quý 1 năm 2005. SME đạt giá trị thấp nhất vào quý 4 năm 2012, cao nhất vào quý 2 năm 2005. SMA đạt giá trị thấp nhất vào quý 1 năm 2006, cao nhất vào quý 2 năm 2010. SMV đạt giá trị thấp nhất vào quý 2 năm 2005, cao nhất vào quý 1 năm 2008. Diễn biến của các chỉ số này đã được tác giả phân tích chi tiết tại phần thực trạng phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam (mục 4.1).

Nhằm thấy được mối tương quan giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam, tác giả sẽ tiến hành phân tích tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu. Kết quả phân tích tương quan được trình bày trong Bảng 4.3 dưới đây:

Bảng 4.3. Kết quả phân tích tương quan[3]

	REM	DCP	SMC	LDS	SME	SMA	SMV	GDP	CPI
REM	1,0000								
DCP	0,4641	1,0000							
SMC	0,1891	0,1492	1,0000						
LDS	0,0714	0,2023	0,3141	1,0000					
SME	0,2999	0,4267	0,0982	0,4341	1,0000				
SMA	0,0324	0,1462	-0,3694	-0,5942	-0,5639	1,0000			
SMV	0,0222	0,2997	0,4004	0,1023	-0,1144	0,0826	1,0000		
GDP	0,5753	0,4790	0,4655	0,3735	0,5242	-0,2701	-0,0451	1,0000	
CPI	-0,1394	0,5188	-0,0786	0,1953	0,0217	0,1556	0,4309	-0,0846	1,0000

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Bảng 4.3 cho thấy các biến đại diện cho phát triển tài chính tương quan cùng chiều với REM. Đối với các biến kiểm soát, REM tương quan cùng chiều với GDP và tương

[3] *Xem thêm tại phụ lục 4.2. Kết quả phân tích tương quan.*

quan ngược chiều với CPI. Mặt khác, tương quan giữa các biến đại diện cho phát triển tài chính và biến kiểm soát khá thấp (giá trị cao nhất là 0,5942), do đó không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng trong mô hình nghiên cứu.

4.2.2. Kiểm định tính dừng

Tác giả sử dụng kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF) và kiểm định Phillips-Perron (PP) để kiểm định tính dừng của các chuỗi dữ liệu.

Bảng 4.4. Kết quả kiểm định tính dừng[4]

Tên biến	Chuỗi dữ liệu gốc I(0)		Chuỗi dữ liệu sai phân bậc 1 I(1)		Kết quả
	Kiểm định ADF	***Kiểm định PP***	***Kiểm định ADF***	***Kiểm định PP***	
REM	0,1167	0,1154	0,0000***	0,0000***	I(1)
DCP	0,4706	0,2715	0,0024***	0,0019***	I(1)
SMC	0,3644	0,1331	0,0000***	0,0000***	I(1)
LDS	0,0353**	0,0647*	0,0000***	0,0000***	I(0)
SME	0,0431**	0,0389**	0,0000***	0,0000***	I(0)
SMA	0,2508	0,1964	0,0000***	0,0000***	I(1)
SMV	0,0009***	0,0008***	0,0000***	0,0000***	I(0)
GDP	0,0453**	0,0863*	0,0000***	0,0000***	I(0)
CPI	0,4612	0,2169	0,0013***	0,0013***	I(1)
*Ghi chú: *, ** và *** có ý nghĩa tương ứng ở mức 10%, 5% và 1%.*					

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

[4] *Xem thêm tại phụ lục 4.3. Kết quả kiểm định tính dừng.*

Bảng 4.4 cho thấy các biến chênh lệch lãi suất (LDS), hiệu quả TTCK (SME), biến động TTCK (SMV) và tăng trưởng kinh tế (GDP) dừng ở chuỗi dữ liệu gốc (I(0)). Trong khi đó, các chuỗi dữ liệu còn lại dừng ở chuỗi sai phân bậc 1 (I(1)).

Do vậy, nếu tồn tại đồng liên kết trong mô hình nghiên cứu thì các chuỗi dữ liệu này phù hợp để đưa vào phân tích theo phương pháp ARDL. Bởi vì, Pesaran và các cộng sự (2001), Tursoy và Faisal (2016) cho rằng nếu các chuỗi dữ liệu không dừng cùng bậc (I(0) hoặc I(1), nhưng không có biến nào dừng ở chuỗi sai phân bậc I(2)) thì sử dụng phương pháp ARDL là thích hợp nhất cho các nghiên cứu thực nghiệm. Trường hợp không tồn tại đồng liên kết trong mô hình nghiên cứu thì có thể sử dụng phương pháp VAR để phân tích nhằm thấy được mối quan hệ trong ngắn hạn giữa các chuỗi dữ liệu.

4.2.3. Kiểm định đồng liên kết

Tác giả sử dụng phương pháp kiểm định đường bao (bound test) được đề xuất bởi Pesaran và các cộng sự (2001) để kiểm định đồng liên kết giữa các chuỗi dữ liệu. Kết quả kiểm định đồng liên kết được trình bày ở Bảng 4.5 dưới đây:

Bảng 4.5. Kết quả kiểm định đồng liên kết[5]

Mô hình 1: Tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng TTBĐS (REM). F_1 = 5,220								
	10%		5%		1%		p-value	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F_1	2,059	3,433	2,432	3,973	3,305	5,225	0,000***	0,010***
Mô hình 2a: Tác động của tăng trưởng TTBĐS (REM) đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP). F_{2a} = 7,085								
	10%		5%		1%		p-value	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F_{2a}	2,816	3,956	3,400	4,669	4,743	6,281	0,001***	0,004***

[5] *Xem thêm tại phụ lục 4.4. Kết quả kiểm định đồng liên kết.*

Mô hình 2b: Tác động của tăng trưởng TTBĐS (REM) đến giá trị vốn hóa TTCK (SMC).

F_{2b} = 3,684

	10%		5%		1%		p-value	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F_{2b}	2,845	3,938	3,429	4,636	4,765	6,204	0,037*	0,128

Mô hình 2c: Tác động của tăng trưởng TTBĐS (REM) đến chênh lệch lãi suất (LDS).

F_{2c} = 3,137

	10%		5%		1%		p-value	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F_{2c}	2,826	3,950	3,409	4,658	4,750	6,256	0,069*	0,213

Mô hình 2d: Tác động của tăng trưởng TTBĐS (REM) đến hiệu quả TTCK (SME).

F_{2d} = 3,523

	10%		5%		1%		p-value	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F_{2d}	2,845	3,938	3,429	4,636	4,765	6,204	0,045**	0,149

Mô hình 2e: Tác động của tăng trưởng TTBĐS (REM) đến khả năng tiếp cận tài chính (SMA).

F_{2e} = 1,381

	10%		5%		1%		p-value	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F_{2e}	2,836	3,944	3,419	4,647	4,757	6,230	0,481	0,756

Mô hình 2f: Tác động của tăng trưởng TTBĐS (REM) đến biến động TTCK (SMV).

F_{2f} = 8,546

	10%		5%		1%		p-value	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F_{2f}	2,826	3,950	3,409	4,658	4,750	6,256	0,000***	0,001***

*Ghi chú: *, ** và *** có ý nghĩa tương ứng ở mức 10%, 5% và 1%.*

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Bảng 4.5 cho thấy, tại các mô hình 1 (biến phụ thuộc: REM), mô hình 2a (biến phụ thuộc: DCP) và mô hình 2f (biến phụ thuộc: SMV), F lớn hơn giá trị giới hạn đường bao trên I(1) với mức ý nghĩa 1%. Điều này cho thấy, tồn tại mối quan hệ đồng liên kết giữa các chuỗi dữ liệu ở các mô hình 1, 2a và 2f. Trong khi đó, các mô hình 2b, 2c, 2d và 2e không có mối quan hệ đồng liên kết giữa các chuỗi dữ liệu. Do vậy, tác giả sẽ sử dụng phương pháp ARDL để phân tích mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS thông qua các mô hình 1, 2a và 2f. Đối với các mô hình còn lại (2b, 2c, 2d và 2e), tác giả sẽ sử dụng phương pháp VAR để phân tích.

4.2.4. Kết quả mô hình nghiên cứu

4.2.4.1. Kết quả nghiên cứu tác động của phát triển tài chính đến thị trường bất động sản[6]

Tác giả sẽ sử dụng phương pháp ARDL để phân tích tác động của phát triển tài chính đến TTBĐS (mô hình 1). Về việc xác định độ trễ tối ưu của các biến trong mô hình nghiên cứu, tác giả sẽ căn cứ theo chỉ tiêu thống kê Bayesian Information Criterion (BIC). Theo Bisgaard và Kulahci (2011), chỉ tiêu BIC tốt hơn các chỉ tiêu thông thường, mặt khác đây cũng là chỉ tiêu thống kê mặc định được phần mềm Stata sử dụng để xác định độ trễ tối ưu của các biến trong mô hình nghiên cứu khi phân tích theo phương pháp ARDL.

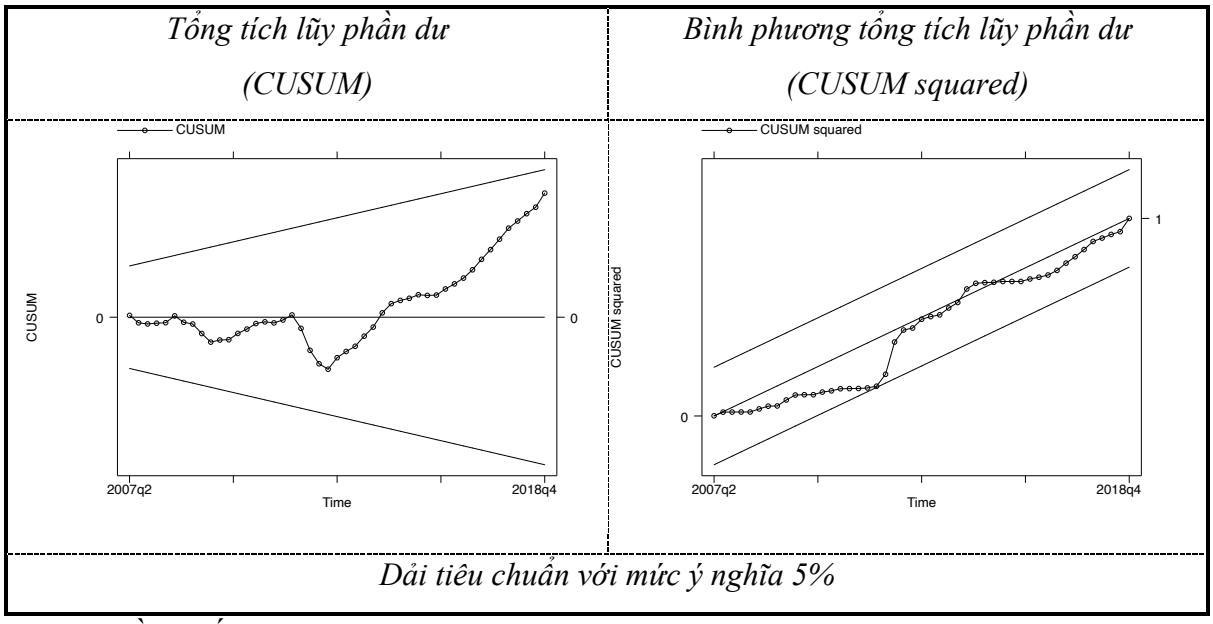
[6] *Xem thêm tại phụ lục 4.5. Kết quả mô hình 1.*

Kết quả mô hình nghiên cứu về tác động của phát triển tài chính đến TTBĐS (mô hình 1) theo phương pháp ARDL như sau:

Bảng 4.6. Kết quả nghiên cứu tác động trong dài hạn của phát triển tài chính đến TTBĐS

Biến	**Mô hình 1** Tác động của phát triển tài chính đến TTBĐS	
	Hệ số hồi quy	***P>|t|***
DCP	0,1858**	0,023
SMC	0,0005	0,854
LDS	3,2854**	0,028
SME	-0,0103	0,625
SMA	0,2051*	0,069
SMV	-0,1201	0,923
GDP	-0,6866	0,188
CPI	-0,5726***	0,003
Hằng số	-0,0235*	0,070
R-squared	78,79%	
Mức ý nghĩa	Prob>F = 0,000***	
White's test	Prob>chi2 = 0,4371	
Breusch-Godfrey LM test	Prob>chi2 = 0,1270	
Normality test	Prob>chi2 = 0,4447	
*Ghi chú: *, ** và *** có ý nghĩa tương ứng ở mức 10%, 5% và 1%.*		

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.



Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Hình 4.17. Kiểm định sự ổn định (mô hình 1)

Căn cứ vào Bảng 4.6, ta thấy rằng mô hình 1 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1% (Prob>F = 0,0000). Hệ số R-squared là 78,79%, vậy 78,79% sự biến động của TTBĐS được giải thích bởi các biến đưa vào mô hình nghiên cứu. Kiểm định White cho thấy mô hình nghiên cứu không có hiện tượng phương sai của sai số thay đổi (Prob>chi2 = 0,4371). Kiểm định Breusch-Godfrey LM cho thấy mô hình nghiên cứu không có hiện tượng tự tương quan (Prob>chi2 = 0,1270). Kiểm định Normality cho thấy sai số của mô hình nghiên cứu có phân phối chuẩn (Prob>chi2 = 0,4447). Đồng thời, kiểm định sự ổn định của mô hình nghiên cứu cho thấy tổng tích lũy phần dư (CUSUM) và bình phương tổng tích lũy phần dư (CUSUM squared) đều nằm trong dải tiêu chuẩn với mức ý nghĩa 5% (Hình 4.17). Do đó, mô hình 1 có tính ổn định và phù hợp.

Bảng 4.6 cho thấy, trong dài hạn, tăng trưởng TTBĐS (REM) bị tác động cùng chiều bởi tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP, với mức ý nghĩa 5%), chênh lệch lãi suất (LDS, với mức ý nghĩa 5%) và khả năng tiếp cận tài chính (SMA, với mức ý nghĩa 10%). Điều này cho thấy, phát triển tài chính (thông qua độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính và khả năng tiếp cận tài chính) có tác động đáng kể đến TTBĐS trong dài hạn. Ngoài ra, tăng trưởng TTBĐS (REM) còn bị tác động ngược chiều bởi biến kiểm soát chỉ số giá tiêu dùng (CPI) với mức ý nghĩa 1%. Trong khi đó, với bộ dữ liệu thu

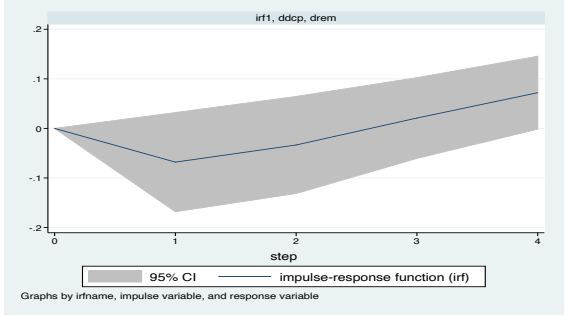
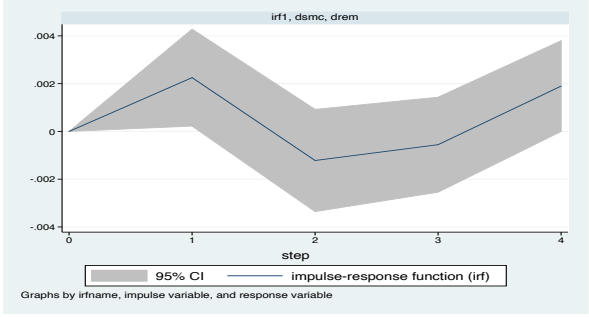
thập được, tác giả chưa tìm thấy tác động có ý nghĩa thống kê của các biến khác đại diện cho phát triển tài chính (SMC, SME, SMV) và biến kiểm soát tăng trưởng kinh tế (GDP) đến tăng trưởng TTBĐS (REM).

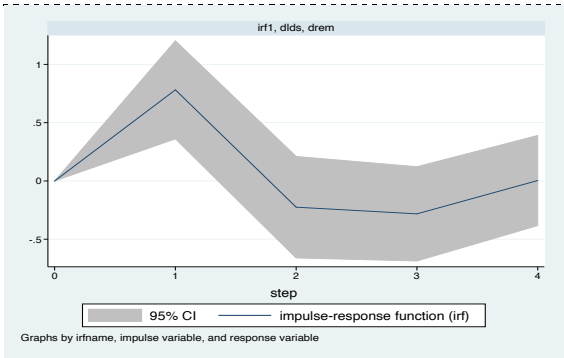
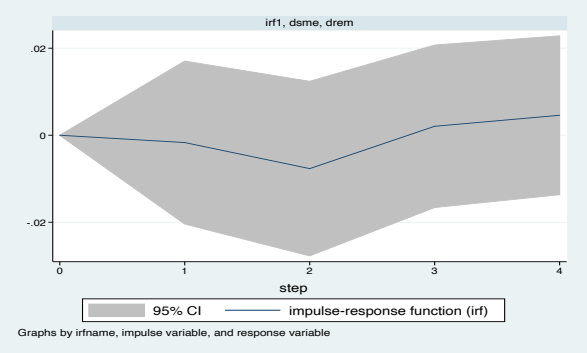
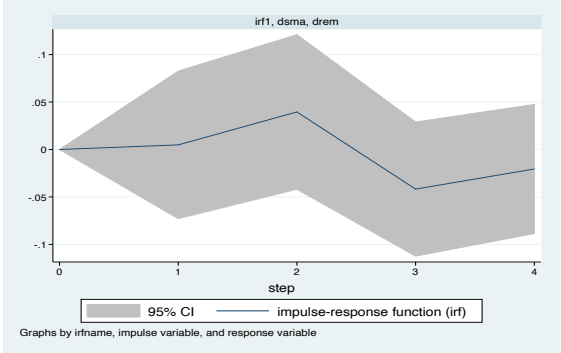
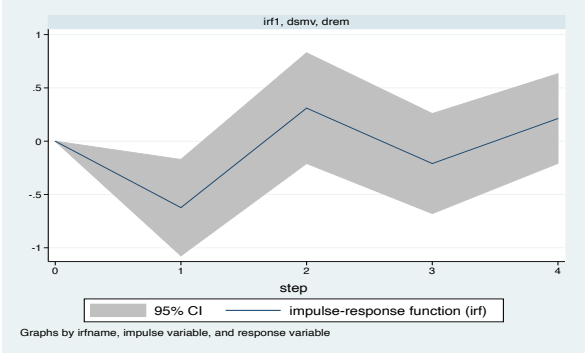
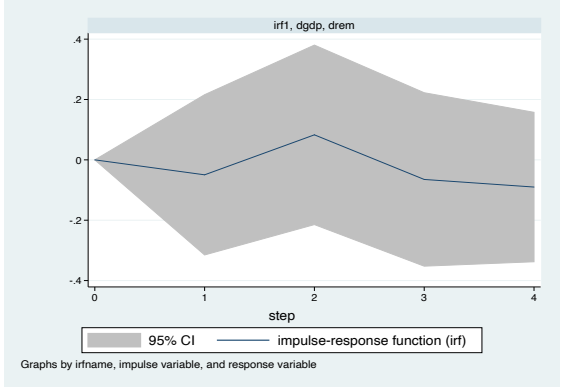
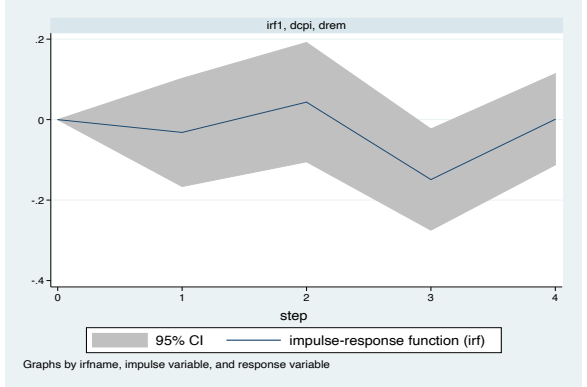
Nhằm phân tích chi tiết hơn về tác động của phát triển tài chính đến TTBĐS trong ngắn hạn, tác giả sẽ sử dụng kết hợp thêm kiểm định Granger và phân tích phản ứng xung (IRF), kết quả chi tiết được trình bày ở Bảng 4.7 và Hình 4.18.

Bảng 4.7. Kiểm định Granger (mô hình 1)

Giả thuyết	Prob>chi2
△DCP ⇏ △REM	0,306
△SMC ⇏ △REM	0,073*
△LDS ⇏ △REM	0,003***
△SME ⇏ △REM	0,704
△SMA ⇏ △REM	0,038**
△SMV ⇏ △REM	0,015**
△GDP ⇏ △REM	0,782
△CPI ⇏ △REM	0,069*
*Ghi chú: *, ** và *** có ý nghĩa tương ứng ở mức 10%, 5% và 1%.*	

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △DCP	Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △SMC
	

Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △LDS	Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △SME
	
Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △SMA	Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △SMV
	
Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △GDP	Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △CPI
	

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Hình 4.18. Kết quả phân tích phản ứng xung của TTBĐS

Trong ngắn hạn, TTBĐS phản ứng đáng kể trước các cú sốc của phát triển tài chính (Bảng 4.7 và Hình 4.18). Cụ thể:

- Giá trị vốn hóa TTCK tác động Granger đến tăng trưởng TTBĐS với mức ý nghĩa 10%. Phản ứng của TTBĐS trước các cú sốc của giá trị vốn hóa TTCK chủ yếu là cùng chiều, điều này được thể hiện khá rõ ở độ trễ 1 kỳ và 4 kỳ.

- Chênh lệch lãi suất tác động Granger đến tăng trưởng TTBĐS với mức ý nghĩa 1%. Phản ứng của TTBĐS trước các cú sốc của chênh lệch lãi suất chủ yếu là cùng chiều, phản ứng này được thể hiện khá rõ ở độ trễ 1 kỳ.

- Khả năng tiếp cận tài chính tác động Granger đến tăng trưởng TTBĐS với mức ý nghĩa 5%. Phản ứng của TTBĐS trước các cú sốc của khả năng tiếp cận tài chính chủ yếu là cùng chiều, phản ứng này được thể hiện khá rõ ở độ trễ 2 kỳ.

- Biến động TTCK tác động Granger đến tăng trưởng TTBĐS với mức ý nghĩa 5%. Phản ứng của TTBĐS trước các cú sốc của biến động TTCK chủ yếu là cùng chiều, phản ứng này được thể hiện khá rõ ở độ trễ 2 kỳ và 4 kỳ.

- Biến kiểm soát chỉ số giá tiêu dùng tác động Granger đến tăng trưởng TTBĐS với mức ý nghĩa 10%. Phản ứng của TTBĐS trước các cú sốc của chỉ số giá tiêu dùng chủ yếu là ngược chiều, phản ứng này được thể hiện khá rõ ở độ trễ 3 kỳ.

- Với bộ dữ liệu thu thập được, trong ngắn hạn, TTBĐS phản ứng không đáng kể trước các cú sốc của một số biến đại diện cho phát triển tài chính (DCP và SME) và tăng trưởng kinh tế (GDP).

Vậy, tăng trưởng TTBĐS (REM) bị tác động đáng kể bởi phát triển tài chính trong cả ngắn hạn (SMC, LDS, SMA, SMV) và dài hạn (DCP, LDS, SMA), xu hướng chủ yếu là cùng chiều. Ngoài ra, tác giả còn tìm thấy tác động ngược chiều của biến kiểm soát chỉ số giá tiêu dùng (CPI) đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong cả ngắn hạn và dài hạn.

4.2.4.2. Kết quả nghiên cứu tác động của thị trường bất động sản đến phát triển tài chính

4.2.4.2.1. Kết quả nghiên cứu tác động của thị trường bất động sản đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân[7]

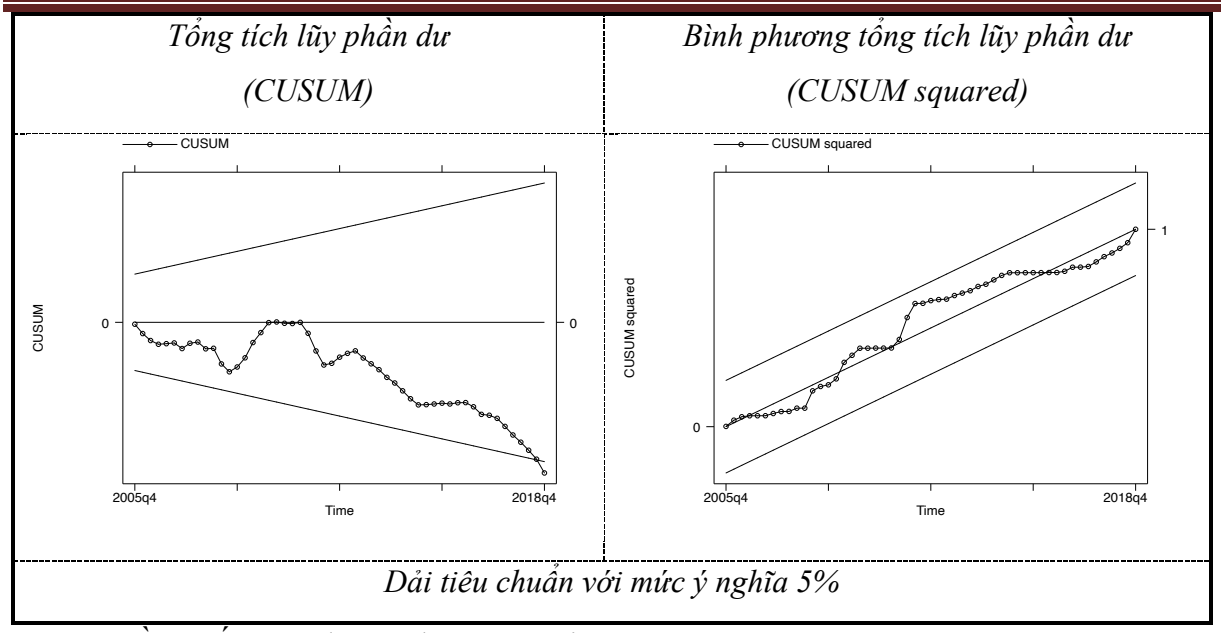
Tương tự như mô hình 1, tác giả sẽ kiểm định tác động của TTBĐS đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (mô hình 2a) thông qua phương pháp ARDL. Về việc xác định độ trễ tối ưu của các biến trong mô hình nghiên cứu, tác giả sẽ căn cứ theo chỉ tiêu thống kê Bayesian Information Criterion (BIC). Kết quả nghiên cứu tác động của TTBĐS đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân theo phương pháp ARDL như sau:

Bảng 4.8. Kết quả nghiên cứu tác động dài hạn của TTBĐS đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân

Biến	**Mô hình 2a** Tác động của TTBĐS đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân	
	Hệ số hồi quy	***P>|t|***
REM	7,3571***	0,001
GDP	3,8779**	0,027
CPI	1,8381***	0,000
Hằng số	-0,0874***	0,002
R-squared	75,63%	
Mức ý nghĩa	Prob>F = 0,0000***	
White's test	Prob>chi2 = 0,1725	
Breusch-Godfrey LM test	Prob>chi2 = 0,1408	
Normality test	Prob>chi2 = 0,1517	
*Ghi chú: ** và *** có ý nghĩa tương ứng ở mức 5% và 1%.*		

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

[7] *Xem thêm tại phụ lục 4.6. Kết quả mô hình 2a.*



Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

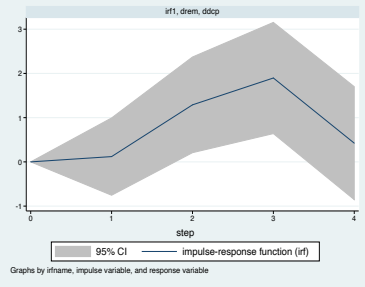
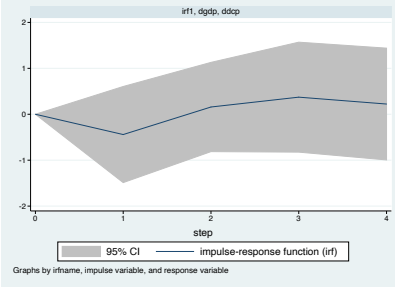
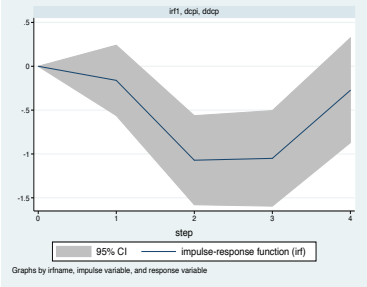
Hình 4.19. Kiểm định sự ổn định (mô hình 2a)

Bảng 4.8 cho thấy mô hình 2a có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1% (Prob>F = 0,0000). Hệ số R-squared là 75,63%, vậy 75,63% sự biến động của tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân được giải thích bởi các biến đưa vào mô hình nghiên cứu. Tương tự như mô hình 1, các kiểm định White, Breusch-Godfrey LM, Normality và sự ổn định của mô hình 2a đều phù hợp (Bảng 4.8 và Hình 4.19). Theo đó, trong dài hạn, tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP) bị tác động cùng chiều bởi tăng trưởng TTBĐS (REM) với mức ý nghĩa 1%. Ngoài ra, tác giả còn tìm thấy tác động cùng chiều của biến kiểm soát tăng trưởng kinh tế (GDP) và chỉ số giá tiêu dùng (CPI) đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP), với mức ý nghĩa tương ứng là 5% và 1%.

Bảng 4.9. Kiểm định Granger (mô hình 2a)

Giả thuyết	$\triangle$REM $\nRightarrow$ $\triangle$DCP	$\triangle$GDP $\nRightarrow$ $\triangle$DCP	$\triangle$CPI $\nRightarrow$ $\triangle$DCP
Prob>chi2	0,001***	0,674	0,000***
*Ghi chú: *** có ý nghĩa ở mức 1%.*			

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Phản ứng của △DCP trước các cú sốc của △REM	Phản ứng của △DCP trước các cú sốc của △GDP	Phản ứng của △DCP trước các cú sốc của △CPI
		

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Hình 4.20. Kết quả phân tích phản ứng xung của tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân

Trong ngắn hạn, tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân bị tác động Granger bởi TTBĐS (Bảng 4.9). Thật vậy, phản ứng của tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân trước các cú sốc của TTBĐS chủ yếu là cùng chiều, phản ứng này được thể hiện khá rõ ở độ trễ 3 kỳ (Hình 4.20). Đối với biến kiểm soát, chỉ số giá tiêu dùng tác động Granger đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân với mức ý nghĩa 1% (Bảng 4.9). Tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân phản ứng ngược chiều trước các cú sốc của chỉ số giá tiêu dùng, phản ứng này được thể hiện rõ ở độ trễ 3 kỳ đầu (Hình 4.20). Trong khi đó, nội địa cho khu vực tư nhân phản ứng không đáng kể trước các cú sốc của biến kiểm soát tăng trưởng kinh tế.

Vậy, tăng trưởng TTBĐS (REM) tác động cùng chiều đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP) trong cả ngắn hạn và dài hạn. Ngoài ra, tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP) còn bị tác động cùng chiều bởi biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô trong cả ngắn hạn (CPI) và dài hạn (GDP, CPI).

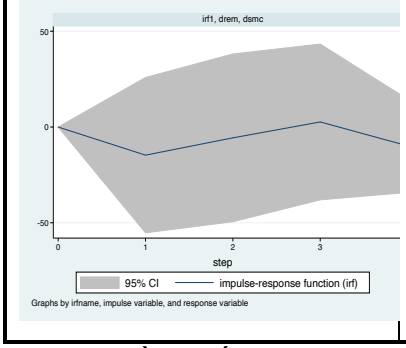
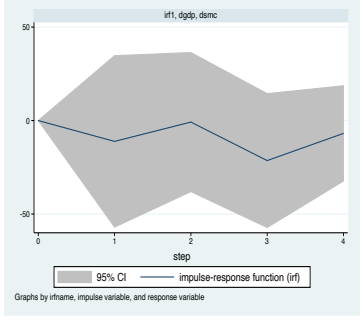
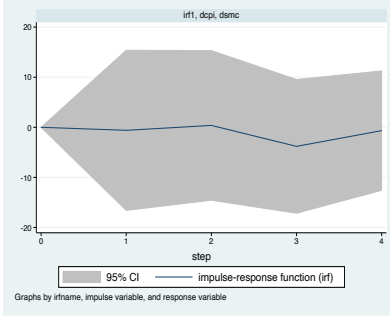
4.2.4.2.2. Kết quả nghiên cứu tác động của thị trường bất động sản đến giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán[8]

Mô hình 2b không tồn tại đồng liên kết, do đó tác giả sẽ phân tích tác động của TTBĐS đến giá trị vốn hóa TTCK theo phương pháp VAR. Qua quá trình kiểm định độ trễ tối ưu, tác giả xác định được độ trễ của các biến trong mô hình là 3. Việc xác định này được căn cứ theo Lutkepohl (2005) với các chỉ tiêu LR, FPE, và AIC. Nhằm thấy được tác động chi tiết của TTBĐS đến giá trị vốn hoá TTCK trong ngắn hạn, tác giả sẽ sử dụng kiểm định Granger và phân tích phản ứng xung (IRF) dựa trên cơ sở kết quả mô hình theo phương pháp VAR.

Bảng 4.10. Kiểm định Granger (mô hình 2b)

Giả thuyết	△REM ⇏ △SMC	△GDP ⇏ △SMC	△CPI ⇏ △SMC
Prob>chi2	0,898	0,582	0,930

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Phản ứng của △SMC trước các cú sốc của △REM	Phản ứng của △SMC trước các cú sốc của △GDP	Phản ứng của △SMC trước các cú sốc của △CPI
		

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Hình 4.21. Kết quả phân tích phản ứng xung của giá trị vốn hóa TTCK

Với bộ dữ liệu thu thập được, tác giả chưa tìm thấy tác động có ý nghĩa thống kê của TTBĐS đến giá trị vốn hóa TTCK (Bảng 4.10). Điều này cũng được thể hiện thông qua kết quả phân tích phản ứng xung. Cụ thể, Hình 4.21 cho thấy giá trị vốn hoá TTCK phản ứng không đáng kể trước các cú sốc của TTBĐS và các biến kiểm soát.

[8] *Xem thêm tại phụ lục 4.7. Kết quả mô hình 2b.*

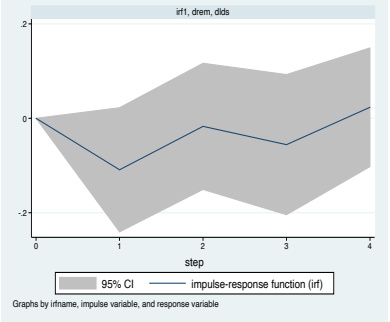
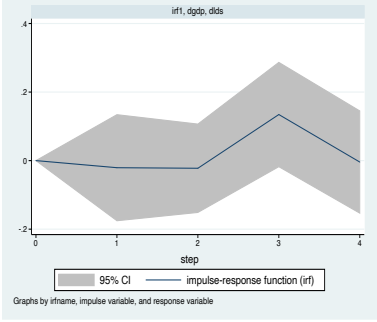
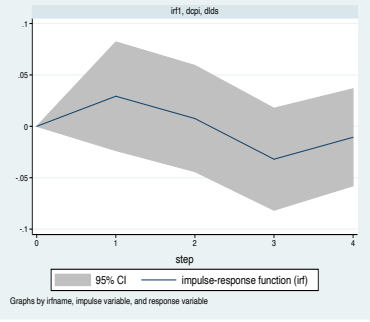
4.2.4.2.3. Kết quả nghiên cứu tác động của thị trường bất động sản đến chênh lệch lãi suất[9]

Mô hình 2c không tồn tại đồng liên kết, do đó tác giả sẽ phân tích tác động của TTBĐS đến chênh lệch lãi suất theo phương pháp VAR. Tương tự như mô hình 2b, tác giả xác định được độ trễ của các biến trong mô hình là 3. Kết quả kiểm định Granger và phân tích phản ứng xung (IRF) dựa trên cơ sở phương pháp VAR như sau:

Bảng 4.11. Kiểm định Granger (mô hình 2c)

Giả thuyết	△REM ⇏ △LDS	△GDP ⇏ △LDS	△CPI ⇏ △LDS
Prob>chi2	0,106	0,254	0,485

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Phản ứng của △LDS trước các cú sốc của △REM	Phản ứng của △LDS trước các cú sốc của △GDP	Phản ứng của △LDS trước các cú sốc của △CPI
		

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Hình 4.22. Kết quả phân tích phản ứng xung của chênh lệch lãi suất

Với bộ dữ liệu thu thập được, tác giả chưa tìm thấy tác động có ý nghĩa thống kê của TTBĐS đến chênh lệch lãi suất (Bảng 4.11). Đồng thời, Hình 4.22 cho thấy chênh lệch lãi suất phản ứng không đáng kể trước các cú sốc của TTBĐS và các biến kiểm soát.

[9] *Xem thêm tại phụ lục 4.8. Kết quả mô hình 2c.*

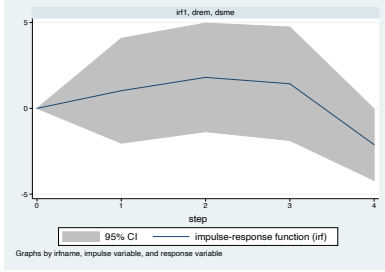
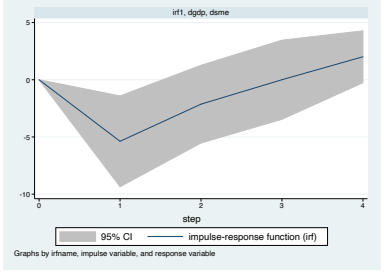
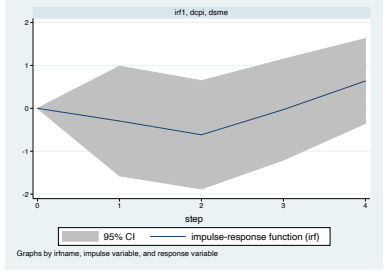
4.2.4.2.4. Kết quả nghiên cứu tác động của thị trường bất động sản đến hiệu quả thị trường chứng khoán[10]

Tác giả sẽ phân tích tác động của TTBĐS đến hiệu quả TTCK theo phương pháp VAR. Tương tự như mô hình 2b và 2c, tác giả xác định được độ trễ của các biến trong mô hình là 3. Kết quả kiểm định Granger và phân tích phản ứng xung (IRF) dựa trên cơ sở phương pháp VAR như sau:

Bảng 4.12. Kiểm định Granger (mô hình 2d)

Giả thuyết	△REM ⇏ △SME	△GDP ⇏ △SME	△CPI ⇏ △SME
Prob>chi2	0,114	0,011**	0,466
*Ghi chú: ** có ý nghĩa ở mức 5%.*			

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Phản ứng của △SME trước các cú sốc của △REM	Phản ứng của △SME trước các cú sốc của △GDP	Phản ứng của △SME trước các cú sốc của △CPI
		

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Hình 4.23. Kết quả phân tích phản ứng xung của hiệu quả TTCK

Với bộ dữ liệu thu thập được, tác giả chưa tìm thấy tác động có ý nghĩa thống kê của TTBĐS đến hiệu quả TTCK. Tuy nhiên, tăng trưởng kinh tế có tác động Granger đến hiệu quả TTCK với mức ý nghĩa 5% (Bảng 4.12). Phản ứng của hiệu quả TTCK trước các cú sốc của tăng trưởng kinh tế chủ yếu là cùng chiều, phản ứng này được thể hiện khá rõ với độ trễ khoảng 1 năm (Hình 4.23).

[10] *Xem thêm tại phụ lục 4.9. Kết quả mô hình 2d.*

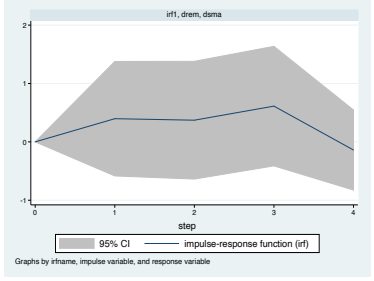
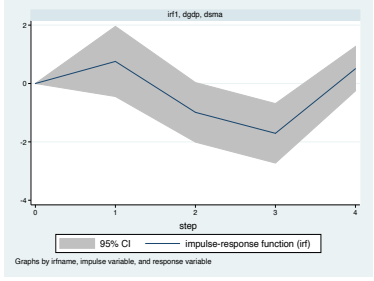
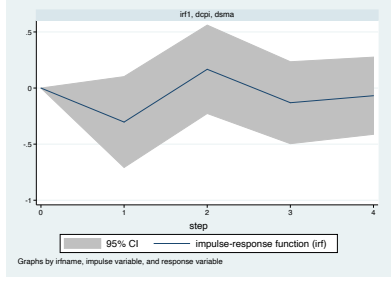
4.2.4.2.5. Kết quả nghiên cứu tác động của thị trường bất động sản đến khả năng tiếp cận tài chính[11]

Tác giả sẽ phân tích động của TTBĐS đến khả năng tiếp cận tài chính theo phương pháp VAR. Tương tự như mô hình 2b, 2c và 2d, tác giả xác định được độ trễ của các biến trong mô hình là 3. Dựa trên cơ sở phương pháp VAR, kết quả kiểm định Granger và phân tích phản ứng xung (IRF) như sau:

Bảng 4.13. Kiểm định Granger (mô hình 2e)

Giả thuyết	△REM ⇏ △SMA	△GDP ⇏ △SMA	△CPI ⇏ △SMA
Prob>chi2	0,691	0,000***	0,213
*Ghi chú: *** có ý nghĩa ở mức 1%.*			

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Phản ứng của △SMA trước các cú sốc của △REM	Phản ứng của △SMA trước các cú sốc của △GDP	Phản ứng của △SMA trước các cú sốc của △CPI
		

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Hình 4.24. Kết quả phân tích phản ứng xung của khả năng tiếp cận tài chính

Với bộ dữ liệu thu thập được, tác giả chưa tìm thấy tác động có ý nghĩa thống kê của TTBĐS đến khả năng tiếp cận tài chính. Đối với các biến kiểm soát, tăng trưởng kinh tế có tác động Granger đến khả năng tiếp cận tài chính với mức ý nghĩa 1% (Bảng 4.13). Phản ứng của khả năng tiếp cận tài chính trước các cú sốc của tăng trưởng kinh tế chủ yếu là cùng chiều, phản ứng này được thể hiện khá rõ ở độ trễ 1 kỳ và 4 kỳ (Hình 4.24).

[11] *Xem thêm tại phụ lục 4.10. Kết quả mô hình 2e.*

4.2.4.2.6. Kết quả nghiên cứu tác động của thị trường bất động sản đến biến động thị trường chứng khoán[12]

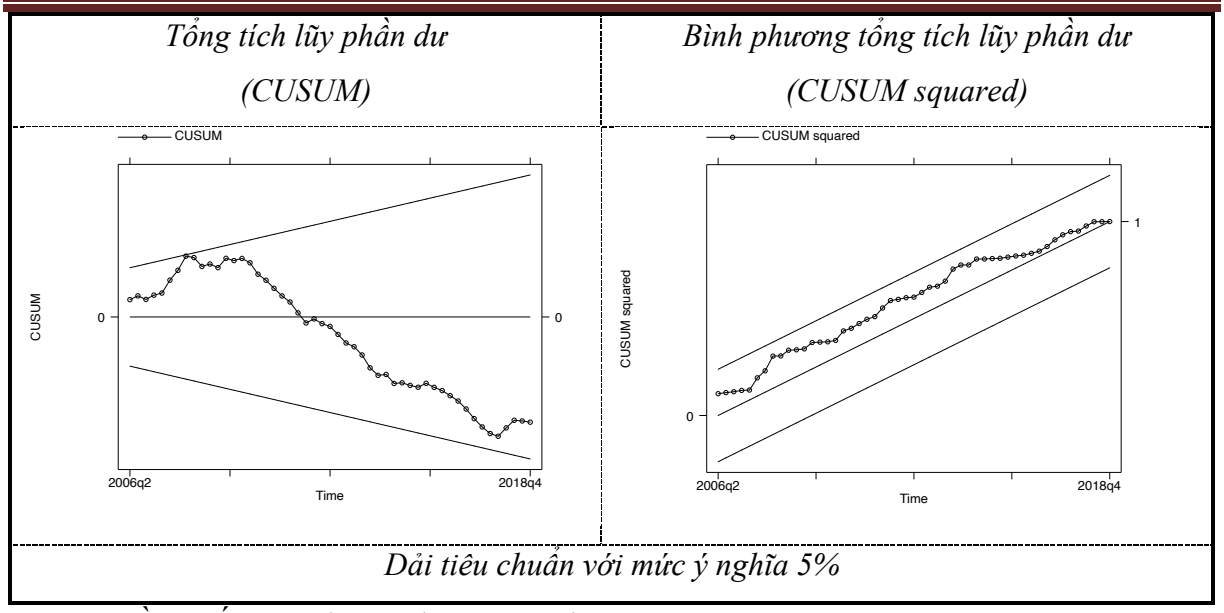
Tương tự như mô hình 1 và 2a, tác giả sẽ kiểm định tác động của TTBĐS đến biến động TTCK (mô hình 2f) thông qua phương pháp ARDL. Độ trễ tối ưu của các biến trong mô hình nghiên cứu được tác giả xác định dựa trên chỉ tiêu thống kê Bayesian Information Criterion (BIC). Kết quả nghiên cứu tác động của TTBĐS đến biến động TTCK theo phương pháp ARDL như sau:

Bảng 4.14. Kết quả nghiên cứu tác động dài hạn của TTBĐS đến biến động TTCK

Biến	**Mô hình 2f** Tác động của TTBĐS đến biến động TTCK	
	Hệ số hồi quy	***P>|t|***
REM	0,0911	0,314
GDP	0,0699	0,435
CPI	0,0837***	0,000
Hằng số	-0,0004	0,911
R-squared	50,96%	
Mức ý nghĩa	Prob>F = 0,000***	
White's test	Prob>chi2 = 0,7719	
Breusch-Godfrey LM test	Prob>chi2 = 0,3402	
Normality test	Prob>chi2 = 0,6212	
*Ghi chú: *** có ý nghĩa ở mức 1%.*		

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

[12] *Xem thêm tại phụ lục 4.11. Kết quả mô hình 2f.*



Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

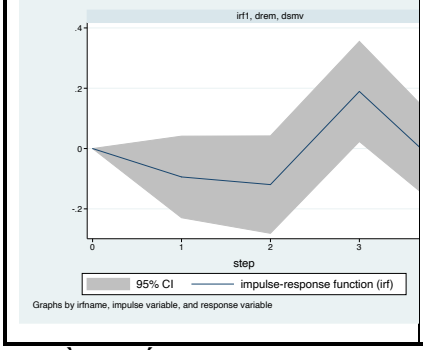
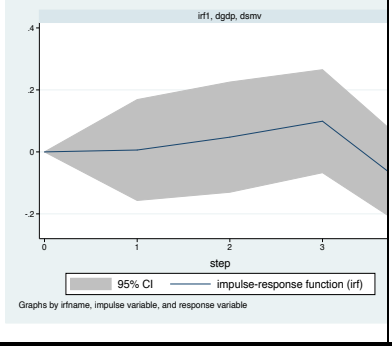
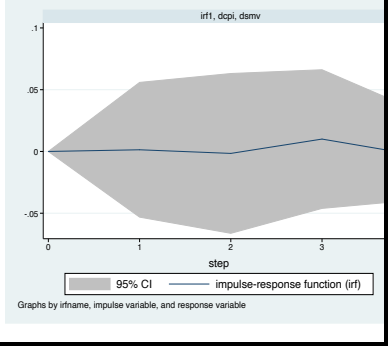
Hình 4.25. Kiểm định sự ổn định (mô hình 2f)

Căn cứ vào Bảng 4.14, ta thấy rằng mô hình 2f có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1% (Prob>F = 0,000). Hệ số R-squared là 50,96%, vậy 50,96% sự biến động của TTCK được giải thích bởi các biến đưa vào mô hình nghiên cứu. Các kiểm định White, Breusch-Godfrey LM, Normality và sự ổn định của mô hình 2f đều phù hợp. Theo đó, trong dài hạn, tác giả chưa tìm thấy tác động có ý nghĩa thống kê của tăng trưởng TTBĐS (REM) và tăng trưởng kinh tế (GDP) đến biến động TTCK (SMV). Tuy nhiên, biến kiểm soát chỉ số giá tiêu dùng (CPI) có tác động cùng chiều đến biến động TTCK (SMV) với mức ý nghĩa 1%.

Bảng 4.15. Kiểm định Granger (mô hình 2f)

Giả thuyết	△REM ⇏ △SMV	△GDP ⇏ △SMV	△CPI ⇏ △SMV
Prob>chi2	0,016**	0,111	0,965
*Ghi chú: ** có ý nghĩa ở mức 5%.*			

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Phản ứng của △SMV trước các cú sốc của △REM	Phản ứng của △SMV trước các cú sốc của △GDP	Phản ứng của △SMV trước các cú sốc của △CPI
		

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

Hình 4.26. Kết quả phân tích phản ứng xung của biến động TTCK

Trong ngắn hạn, biến động TTCK bị tác động Granger bởi tăng trưởng TTBĐS với mức ý nghĩa 5% (Bảng 4.15). Phản ứng của biến động TTCK trước các cú sốc của TTBĐS chủ yếu là cùng chiều, phản ứng này được thể hiện khá rõ ở độ trễ 3 kỳ (Hình 4.26). Đối với biến kiểm soát, xét một cách tổng thể trong ngắn hạn, biến động của TTCK phản ứng không đáng kể trước các cú sốc của biến kiểm soát.

Vậy, tăng trưởng TTBĐS tác động đáng kể đến biến động TTCK trong ngắn hạn, xu hướng tác động chủ yếu là cùng chiều. Ngoài ra, biến động TTCK còn bị tác động cùng chiều bởi chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trong dài hạn.

4.2.4.3. Kết quả nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và thị trường bất động sản

Qua quá trình phân tích các mô hình nghiên cứu chi tiết, mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS được tổng hợp ở Bảng 4.16 dưới đây:

Bảng 4.16. Kết quả nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS

Giả thuyết nghiên cứu		Kết quả		Kết luận
		Dài hạn	*Ngắn hạn*	
Độ sâu tài chính và TTBĐS	DCP ⟹ REM	✓	x	Chấp nhận
	REM ⟹ DCP	✓	✓	Chấp nhận
	SMC ⟹ REM	x	✓	Chấp nhận
	REM ⟹ SMC	x	x	Bác bỏ
Hiệu quả tài chính và TTBĐS	LDS ⟹ REM	✓	✓	Chấp nhận
	REM ⟹ LDS	x	x	Bác bỏ
	SME ⟹ REM	x	x	Bác bỏ
	REM ⟹ SME	x	x	Bác bỏ
Khả năng tiếp cận tài chính và TTBĐS	SMA ⟹ REM	✓	✓	Chấp nhận
	REM ⟹ SMA	x	x	Bác bỏ
Biến động TTCK và TTBĐS	SMV ⟹ REM	x	✓	Chấp nhận
	REM ⟹ SMV	x	✓	Chấp nhận
Ghi chú: ✓ tác động có ý nghĩa thống kê.				

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả.

- Mối quan hệ giữa độ sâu tài chính và TTBĐS: trong dài hạn, tồn tại mối quan hệ hai chiều giữa tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP) và tăng trưởng TTBĐS (REM). Trong ngắn hạn, tồn tại tác động một chiều từ tăng trưởng TTBĐS (REM) đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP). Đối với độ sâu tài chính của TTCK, tác giả tìm thấy tác động một chiều từ giá trị vốn hóa TTCK (SMC) đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong ngắn hạn. Điều này cho thấy, tồn tại mối quan hệ mật thiết (cùng chiều) giữa độ sâu tài chính và TTBĐS.

- Mối quan hệ giữa hiệu quả tài chính và TTBĐS: tồn tại tác động cùng chiều từ chênh lệch lãi suất (LDS) đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong cả ngắn hạn và dài hạn. Hay nói cách khác, hiệu quả tài chính thông qua khu vực ngân hàng có tác động đáng kể đến TTBĐS.

- Mối quan hệ giữa khả năng tiếp cận tài chính và TTBĐS: tồn tại tác động cùng chiều từ khả năng tiếp cận tài chính (SMA) đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong cả ngắn hạn và dài hạn. Vậy, khả năng tiếp cận tài chính thông qua TTCK có tác động đáng kể đến TTBĐS.

- Mối quan hệ giữa biến động TTCK và TTBĐS: tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa biến động TTCK (SMV) và tăng trưởng TTBĐS (REM) trong ngắn hạn. Hay nói cách khác, ổn định tài chính thông qua TTCK có mối quan hệ mật thiết với TTBĐS trong ngắn hạn.

Nhìn chung, phát triển tài chính có mối quan hệ mật thiết với TTBĐS trong cả ngắn hạn và dài hạn, kết quả này phù hợp với lý thuyết hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng. Tuy nhiên, mức độ tác động trong mối quan hệ này có sự khác nhau giữa các tiêu chí đại diện cho phát triển tài chính, cụ thể là: độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính và ổn định tài chính. Ngoài ra, tác giả còn tìm thấy tác động đáng kể của các biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô (GDP và CPI) đến phát triển tài chính. Trong khi đó, tăng trưởng TTBĐS bị tác động chủ yếu bởi biến kiểm soát chỉ số giá tiêu dùng (CPI). Những phát hiện này là cơ sở đáng tin cậy để tác giả tiến hành thảo luận chi tiết về kết quả nghiên cứu và đề xuất các hàm ý chính sách ở phần tiếp theo.

4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.3.1. Mối quan hệ giữa độ sâu tài chính và thị trường bất động sản

Kết quả nghiên cứu cho thấy, độ sâu tài chính có mối quan hệ mật thiết với TTBĐS. Cụ thể: tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP) có mối quan hệ cùng chiều với tăng trưởng TTBĐS (REM) trong dài hạn. Trong ngắn hạn, tăng trưởng TTBĐS (REM) tác động cùng chiều đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP). Đồng thời, giá trị vốn hóa TTCK (SMC) có tác động cùng chiều đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong ngắn hạn. Điều này cho thấy, mối quan hệ giữa độ sâu tài chính và TTBĐS phù hợp với hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng.

- Tác động của độ sâu tài chính đến TTBĐS:

+ *Tác động của tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân đến TTBĐS:* trong dài hạn, tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP) có tác động cùng chiều đến tăng trưởng TTBĐS (REM). Kết quả này phù hợp với hiệu ứng của cải và cũng được tìm thấy trong các nghiên cứu của Bunda và Zorzi (2010), Hott (2011), Shen và các cộng sự (2016), Lim (2018). Điều này cho thấy, khi khu vực ngân hàng gia tăng cung ứng tín dụng cho nền kinh tế, lượng vốn tiếp cận được của khu vực tư nhân (hộ gia đình và tổ chức phi tài chính) sẽ tăng, qua đó sẽ kích thích chi tiêu và đầu tư. Đồng thời, nhu cầu về nhà ở và đầu tư vào TTBĐS của họ cũng tăng lên, làm cho TTBĐS phát triển. Tại Việt Nam, khu vực ngân hàng vẫn giữ vai trò chủ đạo trong việc cung ứng tín dụng cho nền kinh tế, cũng như cho TTBĐS. Vào năm 2007 và đầu năm 2008, tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân gia tăng nhiều đã kéo theo sự tăng trưởng cao của TTBĐS. Đến năm 2011 và đầu năm 2012, nền kinh tế gặp khó khăn, kết hợp với chính sách tín dụng thắt chặt và việc tiếp cận vốn gặp khó khăn đã làm cho TTBĐS giảm mạnh. Sau đó, kinh tế thế giới và trong nước đã phục hồi, lượng tín dụng do khu vực ngân hàng cung ứng được cải thiện đáng kể, điều này đã góp phần không nhỏ trong việc thúc đẩy TTBĐS tăng trưởng trở lại. Vậy, tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân có tác động kích thích TTBĐS phát triển. Tuy nhiên, nếu khu vực ngân hàng gia tăng cho vay quá mức hoặc gia tăng cho vay đối với các dự án có rủi ro cao thì sẽ dẫn đến nguy cơ xảy ra bong bóng trên TTBĐS, làm cho TTBĐS có thể gặp khủng hoảng và giảm sút mạnh trong tương lai, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu xuất hiện vào cuối năm 2007 là một minh chứng cho sự tác động này.

+ *Tác động của giá trị vốn hóa TTCK đến TTBĐS:* giá trị vốn hóa TTCK (SMC) có tác động cùng chiều đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong ngắn hạn. Kết quả này phù hợp với hiệu ứng của cải, đồng thời phù hợp với nhận định trước đó của Choi và Park (2017). Vậy, quy mô của TTCK có vai trò kích thích TTBĐS phát triển. Tuy nhiên, tác động này chỉ thể hiện trong ngắn hạn. Bởi vì, TTCK Việt Nam còn khá non trẻ, quy mô còn hạn chế và thiếu ổn định. Do đó, TTCK chưa tạo ra được tác động tích cực thông qua việc cung ứng nguồn vốn trung và dài hạn cho TTBĐS.

- Tác động của TTBĐS đến độ sâu tài chính:

Kết quả nghiên cứu cho thấy, tăng trưởng TTBĐS (REM) có tác động cùng chiều đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP) trong cả ngắn hạn và dài hạn. Do vậy, TTBĐS có vai trò quan trọng trong việc cải thiện độ sâu tài chính của khu vực ngân hàng. Kết quả này phù hợp với hiệu ứng tín dụng và cũng được tìm thấy trong các nghiên cứu của Hott (2011), Igan và các cộng sự (2011), Arestis và Gonzalez (2014), Shen và các cộng sự (2016). Điều này cho thấy, khi TTBĐS phát triển, những người nắm giữ bất động sản sẽ dễ dàng tiếp cận nguồn vốn từ khu vực ngân hàng thông qua việc thế chấp bất động sản. Điều này đã làm cho lượng tín dụng do khu vực ngân hàng cung ứng gia tăng, qua đó khu vực ngân hàng sẽ cải thiện được thu nhập và phát triển hơn. Vậy, TTBĐS có vai trò thúc đẩy khu vực ngân hàng phát triển. Tuy nhiên, khi TTBĐS gặp khủng hoảng, sẽ gây ra những khó khăn không nhỏ cho khu vực ngân hàng. Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu diễn ra vào cuối năm 2007 với nguyên nhân bắt nguồn từ khủng hoảng trên TTBĐS tại Hoa Kỳ là một minh chứng cho sự tác động này.

4.3.2. Mối quan hệ giữa hiệu quả tài chính và thị trường bất động sản

Với đề tài luận án này, tác giả đã tìm thấy tác động đáng kể của hiệu quả tài chính thông qua khu vực ngân hàng đến TTBĐS. Cụ thể, chênh lệch lãi suất (LDS) tác động cùng chiều đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong cả ngắn hạn và dài hạn. Tác động này phù hợp với hiệu ứng của cải, đây cũng là phát hiện mới của đề tài luận án này so với các nghiên cứu trước. Tại Việt Nam, hoạt động tín dụng vẫn tạo nguồn thu nhập chính cho các NHTM. Do đó, khi chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động gia tăng, sẽ tạo nguồn thu nhập và kích thích khu vực ngân hàng phát triển. Thật vậy, đây sẽ là nguồn lực tài chính quan trọng để khu vực ngân hàng cải thiện chất lượng dịch vụ, nâng cao năng lực cung ứng nguồn vốn cho nền kinh tế cũng như TTBĐS. Điều này sẽ góp phần không nhỏ trong việc thúc đẩy TTBĐS phát triển. Thời gian vừa qua, Ngân hàng Nhà nước đã điều hành chính sách lãi suất phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô và thị trường tiền tệ, đồng thời chỉ đạo các tổ chức tín dụng áp dụng lãi suất cho vay hợp lý, giữ mặt bằng lãi suất cho vay và huy động ổn định (Phạm Thanh Hà, 2019). Điều này đã giúp cho khu vực ngân hàng phát triển ổn định trước những khó khăn của nền kinh tế, tạo nền tảng phát triển nền kinh tế cũng như TTBĐS. Mặc dù chênh lệch lãi suất

tạo nguồn thu nhập lớn cho các NHTM, nhưng chênh lệch lãi suất cần được giữ ở mức hợp lý, vừa đảm bảo khu vực ngân hàng phát triển ổn định, vừa kích thích TTBĐS phát triển. Bởi vì, khi lãi suất cho vay quá cao sẽ làm cho việc tiếp cận vốn gặp khó khăn, có thể gây ra tác động tiêu cực đối với TTBĐS (Gimeno & Martínez-Carrascal, 2010; Jiang & các cộng sự, 2018). Đồng thời, chênh lệch lãi suất quá lớn có thể là tín hiệu cảnh báo sớm khủng hoảng đối với khu vực ngân hàng (Kaminsky & Reinhart, 1999; Godstein & các cộng sự, 2000).

4.3.3. Mối quan hệ giữa khả năng tiếp cận tài chính và thị trường bất động sản

Kết quả nghiên cứu cho thấy, khả năng tiếp cận tài chính (SMA) tác động cùng chiều đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong cả ngắn hạn và dài hạn, tác động này phù hợp với hiệu ứng của cải. Điều này cho thấy, khả năng tiếp cận tài chính có vai trò kích thích TTBĐS phát triển. Đây là phát hiện mới của đề tài luận án này so với các nghiên cứu trước. Khi khả năng tiếp cận tài chính gia tăng, chênh lệch về quy mô giữa những doanh nghiệp lớn (top 10 doanh nghiệp lớn nhất) so với phần còn lại của thị trường sẽ giảm, điều này sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho các tổ chức phát hành mới khi gia nhập TTCK. Hay nói cách khác, các doanh nghiệp sẽ "bình đẳng" hơn trên thị trường. Điều này sẽ góp phần nâng cao khả năng đáp ứng của TTCK đối với nhu cầu về vốn của khách hàng, làm cho lượng vốn từ TTCK vào TTBĐS sẽ được cải thiện. Không chỉ vậy, khả năng tiếp cận tài chính cũng góp phần gia tăng thu nhập của các nhà đầu tư trên TTCK, họ sẽ trở nên giàu có hơn, gia tăng nhu cầu về nhà ở và đầu tư vào TTBĐS. Điều này sẽ làm cho TTBĐS phát triển.

4.3.4. Mối quan hệ giữa ổn định tài chính và thị trường bất động sản

Với đề tài luận án này, tác giả đã tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa biến động TTCK (SMV) và tăng trưởng TTBĐS (REM) trong ngắn hạn. Trong đó, biến động TTCK đại diện cho ổn định tài chính. Điều này cho thấy, ổn định tài chính có mối quan hệ mật thiết với TTBĐS, tuy nhiên mối quan hệ này chỉ thể hiện trong ngắn hạn. Kết quả này phù hợp với hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng, đồng thời cũng phù hợp với nhận định trước đó của Heaney và Srianantha kumar (2012), Tsai (2015), Liow và các cộng sự (2019), Liu và các cộng sự (2019), Xia và các cộng sự (2019), Tiwari và các cộng sự (2020).

- Tác động của ổn định tài chính đến TTBĐS: khi TTCK biến động nhiều (ổn định tài chính thấp) sẽ kích thích TTBĐS phát triển. Bởi vì, trường hợp TTCK biến động theo xu hướng tăng trưởng cao, sẽ thúc đẩy lượng vốn đầu tư vào TTBĐS, làm cho TTBĐS phát triển. Tuy nhiên, nếu lượng vốn vào TTBĐS gia tăng quá mức và không được kiểm soát tốt thì có thể tiềm ẩn nhiều rủi ro cho TTBĐS, làm cho TTBĐS có nguy cơ xuất hiện bong bóng và gặp khủng hoảng trong tương lai, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu (xuất hiện vào cuối năm 2007) là một minh chứng cho điều này. Đối với trường hợp TTCK biến động theo xu hướng giảm mạnh, điều này có thể dẫn đến việc các nhà đầu tư có xu hướng chuyển vốn đầu tư từ TTCK sang TTBĐS, làm cho TTBĐS phát triển.

- Tác động của TTBĐS đến ổn định tài chính: khi TTBĐS tăng trưởng, sẽ là tín hiệu để kích thích TTCK hoạt động sôi động hơn (gia tăng sự biến động của TTCK). Tuy nhiên, những tác động này chỉ thể hiện rõ trong ngắn hạn. Bởi vì, TTBĐS và TTCK tại Việt Nam còn khá non trẻ, thiếu ổn định, xu hướng tăng hoặc giảm của thị trường chủ yếu diễn ra trong thời gian ngắn nên chưa tạo ra được các tác động trong dài hạn.

4.3.5. Vai trò của các biến kiểm soát trong mối quan hệ giữa phát triển tài chính và thị trường bất động sản

- Tác động của các biến kiểm soát đến phát triển tài chính:

Kết quả nghiên cứu cho thấy, các biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô (GDP và CPI) có tác động đáng kể đến phát triển tài chính, cụ thể:

+ Tác động của tăng trưởng kinh tế đến phát triển tài chính: trong dài hạn, tăng trưởng kinh tế (GDP) tác động cùng chiều đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP). Trong ngắn hạn, tăng trưởng kinh tế (GDP) tác động cùng chiều đến hiệu quả TTCK (SME) và khả năng tiếp cận tài chính (SMA). Điều này cho thấy, nền kinh tế tăng trưởng tốt sẽ làm cho nhu cầu vay vốn gia tăng, khu vực ngân hàng sẽ gia tăng lượng tín dụng cung ứng cho nền kinh tế. Đồng thời, nền kinh tế tăng trưởng tốt còn góp phần cải thiện hiệu quả giao dịch và khả năng tiếp cận tài chính của TTCK. Vậy, tăng trưởng kinh tế sẽ tạo điều kiện thuận lợi để cải thiện phát triển tài chính.

+ Tác động của chỉ số giá tiêu dùng đến phát triển tài chính: chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tác động đáng kể đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP) trong cả ngắn

hạn và dài hạn, xu hướng tác động chủ yếu là cùng chiều. Ngoài ra, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) còn tác động cùng chiều đến biến động TTCK (SMV) trong dài hạn. Vậy, chỉ số giá tiêu dùng ở mức độ hợp lý sẽ góp phần đáng kể trong việc cải thiện lượng tín dụng cung ứng cho nền kinh tế. Tuy nhiên, chỉ số giá tiêu dùng gia tăng sẽ tạo sự bất ổn cho TTCK.

- Tác động của các biến kiểm soát đến TTBĐS:

Với đề tài luận án này, tác giả đã tìm thấy tác động ngược chiều của biến kiểm soát chỉ số giá tiêu dùng (CPI) đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong cả ngắn hạn và dài hạn. Điều này cho thấy, chỉ số giá tiêu dùng tăng cao sẽ kìm hãm sự phát triển của TTBĐS. Bởi vì, khi chỉ số giá tiêu dùng tăng cao, nền kinh tế sẽ gặp nhiều khó khăn, lượng giao dịch bất động sản giảm sút mạnh, TTBĐS khó tiếp cận nguồn vốn, điều này sẽ làm cho TTBĐS giảm.

Kết luận chương 4

Với đề tài luận án này, tác giả đã sử dụng kết hợp phương pháp ARDL và VAR để nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy:

- Mối quan hệ giữa độ sâu tài chính và TTBĐS: trong dài hạn, tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP) và tăng trưởng TTBĐS (REM). Trong ngắn hạn, tồn tại tác động cùng chiều từ tăng trưởng TTBĐS (REM) đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP). Đối với độ sâu tài chính của TTCK, tác giả đã tìm thấy tác động một chiều từ giá trị vốn hóa TTCK (SMC) đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong ngắn hạn. Vậy, tồn tại mối quan hệ mật thiết (cùng chiều) giữa độ sâu tài chính và TTBĐS.

- Mối quan hệ giữa hiệu quả tài chính và TTBĐS: tồn tại tác động cùng chiều từ chênh lệch lãi suất (LDS) đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong cả ngắn hạn và dài hạn. Điều này cho thấy, hiệu quả tài chính của khu vực ngân hàng có tác động đáng kể đến TTBĐS.

- Mối quan hệ giữa khả năng tiếp cận tài chính và TTBĐS: tồn tại tác động cùng chiều từ khả năng tiếp cận tài chính (SMA) đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong cả ngắn hạn và dài hạn. Hay nói cách khác, khả năng tiếp cận tài chính của TTCK có tác động đáng kể đến TTBĐS.

- Mối quan hệ giữa ổn định tài chính và TTBĐS: tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa biến động TTCK (SMV) và tăng trưởng TTBĐS (REM) trong ngắn hạn. Do đó, ổn định tài chính có mối quan hệ mật thiết với TTBĐS trong ngắn hạn.

Nhìn chung, phát triển tài chính có mối quan hệ mật thiết với TTBĐS trong cả ngắn hạn và dài hạn, kết quả này phù hợp với hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng. Tuy nhiên, mức độ tác động trong mối quan hệ này có sự khác nhau giữa các tiêu chí đại diện cho phát triển tài chính, cụ thể là: độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính và ổn định tài chính. Ngoài ra, tác giả còn tìm thấy tác động đáng kể của các biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô (GDP và CPI) đến phát triển tài chính.

Đồng thời, tăng trưởng TTBĐS bị tác động ngược chiều bởi biến kiểm soát chỉ số giá tiêu dùng (CPI). Những phát hiện này là cơ sở đáng tin cậy để tác giả đề xuất các hàm ý chính sách ở chương tiếp theo.

CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Dựa trên kết quả nghiên cứu, tác giả sẽ đưa ra kết luận về những phát hiện chính của đề tài luận án. Đồng thời, tác giả sẽ đề xuất các hàm ý chính sách nhằm thúc đẩy phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Cuối cùng, chương này sẽ trình bày một số hạn chế còn gặp phải của đề tài luận án và hướng nghiên cứu tiếp theo.

5.1. Kết luận về những phát hiện chính của đề tài luận án

Với đề tài luận án này, tác giả đã hệ thống hóa cơ sở lý thuyết về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS, đồng thời lược khảo các nghiên cứu trước có liên quan. Trên cơ sở đó, tác giả đã xác định phương pháp nghiên cứu, xây dựng mô hình nghiên cứu về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Sau khi nghiên cứu, tác giả rút ra một số kết luận như sau:

- **Về mục tiêu nghiên cứu:**

Tác giả đã thực hiện được mục tiêu tổng quát là nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Mục tiêu tổng quát này thực hiện trên cơ sở đạt được các mục tiêu cụ thể sau đây:

(1) Tác giả đã nghiên cứu được mối quan hệ giữa độ sâu tài chính và TTBĐS Việt Nam. Qua đó, tác giả đưa ra nhận định rằng tồn tại mối quan hệ này trong cả ngắn hạn và dài hạn.

(2) Tác giả đã nghiên cứu được mối quan hệ giữa hiệu quả tài chính và TTBĐS Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại tác động một chiều từ hiệu quả tài chính đến TTBĐS trong cả ngắn hạn và dài hạn.

(3) Tác giả đã nghiên cứu được mối quan hệ giữa khả năng tiếp cận tài chính và TTBĐS Việt Nam. Dựa trên kết quả nghiên cứu, tác giả đưa ra nhận định rằng tồn tại tác động một chiều từ khả năng tiếp cận tài chính đến TTBĐS trong cả ngắn hạn và dài hạn.

(4) Tác giả đã nghiên cứu được mối quan hệ giữa ổn định tài chính và TTBĐS Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ hai chiều giữa ổn định tài chính và TTBĐS trong ngắn hạn.

- **Về kết quả nghiên cứu:**

Tác giả tập trung nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam, trong giai đoạn từ quý 3 năm 2004 đến quý 4 năm 2018. Với việc sử dụng kết hợp phương pháp ARDL và VAR, đề tài luận án đã đạt được kết quả như sau:

+ ***Mối quan hệ giữa độ sâu tài chính và TTBĐS:*** kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ mật thiết (cùng chiều) giữa độ sâu tài chính và TTBĐS trong cả ngắn hạn và dài hạn. Cụ thể, tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP) và tăng trưởng TTBĐS (REM) trong dài hạn. Trong ngắn hạn, tồn tại tác động cùng chiều từ tăng trưởng TTBĐS (REM) đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP). Đồng thời, giá trị vốn hóa TTCK (SMC) có tác động cùng chiều đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong ngắn hạn. Nhìn chung, mối quan hệ giữa độ sâu tài chính và TTBĐS phù hợp với hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng.

+ ***Mối quan hệ giữa hiệu quả tài chính và TTBĐS:*** tồn tại tác động một chiều từ hiệu quả tài chính đến TTBĐS, điều này phù hợp với hiệu ứng của cải. Cụ thể, tác giả đã tìm thấy tác động cùng chiều của chênh lệch lãi suất (LDS) đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong cả ngắn hạn và dài hạn.

+ ***Mối quan hệ giữa khả năng tiếp cận tài chính và TTBĐS:*** tồn tại tác động cùng chiều từ khả năng tiếp cận tài chính (SMA) đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong cả ngắn hạn và dài hạn. Do vậy, khả năng tiếp cận tài chính có tác động đáng kể đến TTBĐS, điều này phù hợp với hiệu ứng của cải.

+ ***Mối quan hệ giữa ổn định tài chính và TTBĐS:*** tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa biến động TTCK (SMV) và tăng trưởng TTBĐS (REM) trong ngắn hạn. Điều này cho thấy, ổn định tài chính có mối quan hệ mật thiết với TTBĐS trong ngắn hạn, có nghĩa là phù hợp với hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng.

Nhìn chung, phát triển tài chính có mối quan hệ mật thiết với TTBĐS trong cả ngắn hạn và dài hạn. Tuy nhiên, mức độ tác động trong mối quan hệ này có sự khác nhau giữa các tiêu chí đại diện cho phát triển tài chính, cụ thể là: độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính và ổn định tài chính. Ngoài ra, tác giả còn tìm thấy tác động đáng kể của các biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô (GDP và CPI) đến phát triển tài chính. Không chỉ vậy, biến kiểm soát chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cũng tác động ngược chiều đến tăng trưởng TTBĐS trong cả ngắn hạn và dài hạn.

Những phát hiện trên là cơ sở quan trọng để góp phần giúp các nhà hoạch định chính sách, nhà quản lý và nhà nghiên cứu thấy rõ hơn về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam.

5.2. Hàm ý chính sách nhằm phát triển tài chính và thị trường bất động sản

5.2.1. Hàm ý chính sách đối với phát triển tài chính nhằm phát triển thị trường bất động sản

Kết quả nghiên cứu cho thấy phát triển tài chính có tác động cùng chiều đến TTBĐS. Vậy, phát triển tài chính có vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy TTBĐS phát triển. Ở Việt Nam, nguồn vốn vào TTBĐS bắt nguồn chủ yếu từ khu vực ngân hàng. Ngoài ra, TTCK cũng đang dần trở thành kênh cung ứng nguồn vốn trung và dài hạn đáng kể cho TTBĐS. Do đó, khi nguồn vốn từ khu vực ngân hàng và TTCK vào TTBĐS gia tăng, TTBĐS sẽ phát triển. Ngược lại, nếu nguồn vốn từ khu vực tài chính vào TTBĐS giảm sút, TTBĐS sẽ gặp nhiều khó khăn. Điều này cho thấy, khu vực ngân hàng và TTCK cần phát triển bền vững, tạo nguồn cung về vốn ổn định cho TTBĐS. Đặc biệt, cần khắc phục tình trạng khi TTBĐS phát triển, khu vực ngân hàng thường đẩy mạnh cho vay bất động sản, làm cho TTBĐS tăng trưởng "quá nóng" và có thể xuất hiện bong bóng trên thị trường này. Khi TTBĐS gặp khủng hoảng và giảm sút, khu vực ngân hàng thường giảm mạnh cho vay bất động sản, làm cho TTBĐS giảm sâu hơn. Điều này dẫn đến hệ quả là khu vực tài chính và TTBĐS luôn phải đối mặt với rủi ro tiềm ẩn do sự phát triển thiếu ổn định. Ngoài ra, TTCK cần phát triển bền vững, trở thành kênh cung ứng nguồn vốn trung và dài hạn một cách hiệu quả cho TTBĐS. Khi đó, TTBĐS sẽ giảm sự phụ thuộc quá lớn vào nguồn vốn tín dụng.

5.2.1.1. Hàm ý chính sách đối với độ sâu tài chính nhằm phát triển thị trường bất động sản

Kết quả nghiên cứu cho thấy TTBĐS bị tác động bởi độ sâu tài chính thông qua khu vực ngân hàng trong dài hạn và độ sâu tài chính thông qua TTCK trong ngắn hạn. Mặt khác, kết quả phân tích thực trạng cho thấy TTCK có quy mô còn khá hạn chế. Dựa trên cơ sở này, tác giả đề xuất một số hàm ý chính sách đối với độ sâu tài chính nhằm phát triển TTBĐS như sau:

- Hàm ý chính sách đối với khu vực ngân hàng:

+ Các NHTM cần xây dựng chính sách tín dụng đối với bất động sản vừa nhất quán, vừa linh hoạt trong từng thời kỳ.

Kết quả mô hình nghiên cứu cho thấy độ sâu tài chính thông qua khu vực ngân hàng có tác động cùng chiều đến TTBĐS. Hay nói cách khác, sự phát triển của khu vực ngân hàng, đặc biệt là lượng tín dụng do khu vực ngân hàng cung ứng có vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy TTBĐS phát triển. Tuy nhiên, trường hợp khu vực ngân hàng hạn chế cho vay bất động sản sẽ làm cho TTBĐS gặp nhiều khó khăn và giảm sút mạnh. Do vậy, khu vực ngân hàng cần xây dựng chính sách tín dụng đối với bất động sản một cách nhất quán và ổn định trong dài hạn. Qua đó, sẽ tạo cơ sở để khu vực ngân hàng và TTBĐS phát triển một cách bền vững hơn. Để làm được điều này, các ngân hàng nên giới hạn tỷ lệ cho vay bất động sản trên tổng dư nợ cho vay một cách nhất quán trong dài hạn. Giới hạn tỷ lệ cho vay bất động sản phải đảm bảo hài hòa giữa chính sách quản lý của Ngân hàng Nhà nước, lợi nhuận và sự an toàn của NHTM, đồng thời đảm bảo đáp ứng được nhu cầu vốn cho sự phát triển của TTBĐS. Các ngân hàng cần tập trung phân bổ vốn tín dụng cho các dự án tốt, các dự án phát triển nhà ở xã hội, nhà ở thương mại giá thấp, nhà ở cho thuê. Đồng thời, các ngân hàng cần gia tăng cho vay đối với các khách hàng cá nhân có nhu cầu thực sự về bất động sản và có nguồn trả nợ ổn định (chẳng hạn như thu nhập từ tiền lương của khách hàng).

Gần đây, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành các quy định nhằm hạn chế cho vay đối với TTBĐS, chẳng hạn như thông tư 22/2019/TT-NHNN (ngày 15/11/2019). Theo đó, các NHTM cần phải tăng cường công tác phòng ngừa rủi ro, đồng thời cần kiểm soát chặt chẽ dòng vốn vào TTBĐS nhằm hạn chế nguy cơ xảy ra bong bóng trên TTBĐS, tăng cường cho vay đối với lĩnh vực sản xuất. Thủ tướng Chính phủ cũng đã có Chỉ thị số 11/CT-TTg (23/4/2019) yêu cầu kiểm soát quy mô tín dụng phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô, kiểm soát chặt chẽ tín dụng đối với lĩnh vực kinh doanh bất động sản. Đồng thời, khuyến khích các tổ chức tín dụng phân bổ vốn tín dụng đối với dự án phát triển nhà ở xã hội, nhà ở thương mại giá thấp, nhà ở cho thuê. Đây là những giải pháp hợp lý và cần thiết trong thời gian này nhằm thúc đẩy nền kinh tế và các NHTM phát triển một cách bền vững, TTBĐS phát triển ổn định và lành mạnh. Bởi vì, khi nền kinh tế và các NHTM phát triển một cách bền vững, dòng vốn từ khu vực ngân hàng vào

TTBĐS tuy không tăng trưởng quá cao nhưng sẽ đem lại sự phát triển một cách ổn định cho TTBĐS, hạn chế nguy cơ xuất hiện bong bóng bất động sản.

+ Các NHTM cần khuyến khích và phát triển hình thức cho vay thông qua việc liên kết giữa ba chủ thể "chủ đầu tư – ngân hàng – khách hàng": hình thức này đem lại hiệu quả cao cho các NHTM khi vừa gia tăng được cho vay, vừa kiểm soát được tiến độ thực hiện dự án cũng như hạn chế việc sử dụng vốn sai mục đích của khách hàng. Đồng thời, chủ đầu tư cũng gia tăng được lượng bán sản phẩm. Khách hàng cũng được lợi khi dễ dàng tiếp cận được vốn khi mua bất động sản.

+ Các NHTM cần nghiên cứu và phát triển sản phẩm "tiết kiệm mua nhà": sản phẩm này được kết hợp giữa hợp đồng tiết kiệm và hợp đồng cho vay. Theo đó, khách hàng sẽ cam kết gửi tiền vào ngân hàng trong một thời gian. Khi số tiền tiết kiệm đạt đến một giá trị nhất định, ngân hàng sẽ cho khách hàng vay phần còn thiếu để mua nhà. Sản phẩm này sẽ mang lại nhiều lợi ích cho khách hàng, đặc biệt là đối với người nghèo và người có thu nhập thấp.

+ Các NHTM cần quy định rõ những khoản cho vay mua nhà thuộc cho vay bất động sản, thay vì thuộc cho vay tiêu dùng (đối với việc vay vốn để sửa nhà hoặc mua căn nhà đầu tiên) như hiện nay. Điều này sẽ giúp các ngân hàng thống kê chính xác và đầy đủ hơn về dư nợ cho vay bất động sản. Qua đó sẽ đánh giá được chính xác hơn những rủi ro tiềm ẩn đối với các khoản cho vay bất động sản.

+ Các NHTM cần xây dựng hệ thống cảnh báo sớm về rủi ro tín dụng và chú trọng hơn nữa đến công tác phòng ngừa rủi ro tín dụng, đặc biệt là đối với tín dụng bất động sản: các NHTM cần xây dựng hệ thống cảnh báo sớm về rủi ro tín dụng. Hệ thống cảnh báo sớm rủi ro tín dụng được xây dựng để đưa ra các cảnh báo cho ngân hàng về mức độ rủi ro của khách hàng. Dựa trên cơ sở này, các NHTM sẽ chủ động hơn trong công tác phòng ngừa rủi ro tín dụng. Đồng thời, các NHTM cần chú trọng hơn nữa đến công tác giám sát và kiểm soát rủi ro tín dụng.

- Hàm ý chính sách đối với TTCK:

TTCK Việt Nam cần được tái cơ cấu toàn diện, đặc biệt là cải thiện về quy mô của thị trường, tiến tới trở thành kênh dẫn vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế cũng như TTBĐS. Việc tái cơ cấu TTCK cần dựa trên cơ sở của Quyết định số 242/QĐ-

TTg về Đề án "Cơ cấu lại TTCK và thị trường bảo hiểm đến năm 2020 và định hướng đến năm 2025" đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt 28/02/2019. Theo đó, cần tái cơ cấu TTCK với nguyên tắc coi trọng phát triển cả về quy mô và chất lượng, theo hướng tiếp cận với tiêu chuẩn và thông lệ quốc tế. Ngoài ra, cần gia tăng số lượng các doanh nghiệp có quy mô lớn niêm yết trên TTCK. Để làm được điều này, cần thúc đẩy mạnh mẽ tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, gắn cổ phần hóa với việc niêm yết chứng khoán trên TTCK.

5.2.1.2. Hàm ý chính sách đối với hiệu quả tài chính nhằm phát triển thị trường bất động sản

Dựa vào kết quả mô hình nghiên cứu, tác giả thấy rằng TTBĐS bị tác động chủ yếu bởi hiệu quả tài chính thông qua khu vực ngân hàng. Do đó, tác giả đề xuất một số hàm ý chính sách đối với khu vực ngân hàng như sau:

- Chênh lệch lãi suất nên được gia tăng ở mức hợp lý và ổn định:

Kết quả nghiên cứu cho thấy chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động có tác động cùng chiều đến TTBĐS. Hay nói cách khác, chênh lệch lãi suất có vai trò kích thích TTBĐS phát triển. Điều này cho thấy, chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động tại các NHTM nên được gia tăng ở mức hợp lý và ổn định, tạo nền tảng để phát triển khu vực ngân hàng một cách bền vững. Bởi vì, hoạt động tín dụng vẫn mang lại nguồn thu nhập chính cho các NHTM. Do vậy, chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động gia tăng sẽ đem lại nguồn thu nhập lớn cho các NHTM. Từ đó, các NHTM sẽ có nguồn lực tài chính để cải thiện chất lượng dịch vụ và nâng cao năng lực cung ứng nguồn vốn cho nền kinh tế. Khi chênh lệch lãi suất gia tăng ở mức độ hợp lý và ổn định sẽ đảm bảo cho khu vực ngân hàng phát triển ổn định, qua đó sẽ kích thích TTBĐS phát triển. Để làm được điều này, các NHTM cần tích cực tiếp cận các nguồn vốn giá rẻ (lãi suất huy động thấp) nhằm gia tăng chênh lệch lãi suất một cách hợp lý và ổn định. Tuy nhiên, chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động không nên quá cao, đặc biệt là hạn chế trường hợp lãi suất cho vay tăng cao. Bởi vì, đây có thể là tín hiệu cảnh báo nguy cơ có thể xảy ra khủng hoảng trên hệ thống ngân hàng (Kaminsky & Reinhart, 1999; Godstein & các cộng sự, 2000). Mặt khác, lãi suất cho vay tăng quá cao có thể làm cho khả năng tiếp cận vốn gặp khó khăn, gây ra tác động tiêu cực đối với TTBĐS (Gimeno & Martínez-Carrascal, 2010; Jiang & các cộng sự, 2018).

Gần đây, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành Thông tư 22/2019/TT-NHNN (ngày 15/11/2019), trong đó đã quy định tỷ lệ tối đa của nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung hạn và dài hạn tại các ngân hàng phải tuân thủ theo lộ trình: 40% (áp dụng từ ngày 01/01/2020 đến ngày 30/9/2020), 37% (áp dụng từ ngày 01/10/2020 đến ngày 30/9/2021), 34% (áp dụng từ ngày 01/10/2021 đến ngày 30/9/2022), 30% (áp dụng từ ngày 01/10/2022). Quy định này nhằm hạn chế rủi ro cho khu vực ngân hàng. Tuy nhiên, điều này có thể dẫn đến khả năng lãi suất huy động tăng cao, tiếp đó có thể dẫn đến việc lãi suất cho vay cũng tăng theo nhằm đảm bảo cho các ngân hàng duy trì lợi nhuận. Điều này có thể gây khó khăn cho TTBĐS trong việc tiếp cận vốn. Tuy nhiên, quy định này là hợp lý và cần thiết nhằm đảm bảo an toàn cho khu vực ngân hàng và TTBĐS. Trong thời gian ngắn, TTBĐS có thể gặp phải một số khó khăn về tiếp cận vốn, TTBĐS có thể phát triển chậm nhưng đảm bảo sự ổn định và tránh được những rủi ro tiềm ẩn như nguy cơ xuất hiện bong bóng bất động sản.

- Các NHTM cần đa dạng hóa nguồn thu nhập: khi đa dạng hóa nguồn thu nhập, các ngân hàng sẽ giảm dần sự phụ thuộc quá lớn vào nguồn thu nhập từ cho vay. Qua đó, các ngân hàng cũng phân tán được rủi ro trong hoạt động. Để làm được điều này, các ngân hàng cần tập trung nghiên cứu và triển khai các sản phẩm dịch vụ mới, đặc biệt là những sản phẩm dịch vụ có hàm lượng công nghệ cao và có đặc điểm nổi trội trên thị trường để tạo sự khác biệt trong cạnh tranh.

5.2.1.3. Hàm ý chính sách đối với khả năng tiếp cận tài chính nhằm phát triển thị trường bất động sản

Với đề tài luận án này, tác giả đã tìm thấy tác động cùng chiều của khả năng tiếp cận tài chính thông qua TTCK đến TTBĐS trong cả ngắn hạn và dài hạn. Mặt khác, kết quả phân tích thực trạng cho thấy khả năng tiếp cận tài chính thông qua TTCK còn nhiều hạn chế. Dựa trên cơ sở này, tác giả đề xuất một số hàm ý chính sách đối với khả năng tiếp cận tài chính như sau:

- Nâng cao khả năng tiếp cận tài chính của TTCK. Theo đó, cần gia tăng số lượng các doanh nghiệp (đặc biệt là những doanh nghiệp có quy mô lớn) niêm yết trên TTCK. Điều này sẽ góp phần mở rộng quy mô của TTCK, đồng thời cũng tạo thêm nhiều mã chứng khoán có chất lượng để gia tăng sự lựa chọn cho các nhà đầu tư. Ngoài ra, TTCK

cần tiếp tục phát triển các sản phẩm mới, đặc biệt là các sản phẩm chứng khoán phái sinh. Qua đó, nhà đầu tư sẽ có thêm lựa chọn để đầu tư cũng như phòng ngừa rủi ro.

- Gia tăng số lượng các doanh nghiệp bất động sản được niêm yết trên TTCK. Các doanh nghiệp bất động sản cần gia tăng quy mô, sáp nhập, chuyển đổi thành doanh nghiệp cổ phần (đối với các doanh nghiệp không thuộc loại hình doanh nghiệp cổ phần) để hướng tới đủ điều kiện niêm yết trên TTCK. Qua đó, các doanh nghiệp bất động sản sẽ nâng cao khả năng huy động vốn để đầu tư và nâng cao được năng lực hoạt động.

- Hình thành và phát triển các quỹ đầu tư bất động sản. Quỹ đầu tư bất động sản được tổ chức và hoạt động dưới hình thức quỹ đầu tư đại chúng, được quản lý bởi một công ty quản lý quỹ. Mục đích chủ yếu của quỹ này là đầu tư vào bất động sản. Do vậy, quỹ đầu tư bất động sản sẽ giúp tạo thêm kênh cung ứng vốn cho TTBĐS, đồng thời cũng giúp tăng hàng hóa cho TTCK. Khi đó, nhà đầu tư thay vì phải đầu tư trực tiếp vào các dự án bất động sản, hoặc đầu tư vào cổ phiếu của các doanh nghiệp bất động sản thì có thể mua chứng chỉ quỹ do quỹ đầu tư bất động sản phát hành.

5.2.1.4. Hàm ý chính sách đối với ổn định tài chính nhằm phát triển thị trường bất động sản

Kết quả nghiên cứu cho thấy biến động TTCK có mối quan hệ cùng chiều với TTBĐS. Điều này cho thấy, khi TTCK tăng trưởng cao, lượng vốn vào TTBĐS sẽ gia tăng, qua đó sẽ kích thích TTBĐS phát triển. Khi TTCK biến động theo xu hướng giảm, có thể xảy ra hiện tượng chuyển vốn đầu tư từ TTCK sang TTBĐS. Do đó, để TTCK và TTBĐS cùng phát triển, điều quan trọng là TTCK cần phải phát triển một cách bền vững. Có như vậy, TTCK mới trở thành kênh cung ứng nguồn vốn quan trọng cho TTBĐS. Để làm được điều này, ngoài việc cải thiện quy mô và khả năng tiếp cận của TTCK, cần tập trung thêm một số vấn đề sau:

- Nâng cao tính công khai, minh bạch của TTCK, đảm bảo quyền bình đẳng trong việc tiếp cận thông tin của nhà đầu tư (đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài). Khuyến khích các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK thực hiện công bố báo cáo tài chính theo chuẩn báo cáo tài chính quốc tế.

- Nâng cao hiệu quả công tác quản lý, giám sát TTCK và xử lý nghiêm các trường hợp vi phạm trên TTCK. Qua đó, sẽ tạo dựng được niềm tin của các nhà đầu tư.

- Cần thúc đẩy TTCK phát triển một cách bền vững và ổn định. Theo đó, cần tái cơ cấu toàn diện TTCK nhằm giúp thị trường này phát triển ổn định, việc tái cơ cấu TTCK cần dựa trên cơ sở của Quyết định số 242/QĐ-TTg về Đề án "Cơ cấu lại TTCK và thị trường bảo hiểm đến năm 2020 và định hướng đến năm 2025" đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt 28/02/2019.

5.2.2. Hàm ý chính sách đối với thị trường bất động sản nhằm phát triển tài chính

Kết quả nghiên cứu cho thấy TTBĐS có tác động cùng chiều đến độ sâu tài chính thông qua khu vực ngân hàng trong cả ngắn hạn và dài hạn. Hay nói cách khác, TTBĐS có vai trò thúc đẩy khu vực ngân hàng phát triển. Đồng thời, tác giả còn tìm thấy tác động của TTBĐS đến ổn định tài chính thông qua TTCK trong ngắn hạn. Thực thế cho thấy, nếu TTBĐS phát triển tốt, sẽ tạo ra tín hiệu tích cực để giúp TTCK trở nên sôi động hơn (gia tăng sự biến động của TTCK). Nếu TTBĐS gặp khủng hoảng, có thể gây ra những tác động lớn đến phát triển tài chính, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu xuất hiện vào cuối năm 2007 (với nguyên nhân bắt nguồn từ khủng hoảng trên TTBĐS tại Hoa Kỳ) là một minh chứng cho sự tác động này. Do vậy, TTBĐS cần phát triển một cách ổn định và bền vững, tránh nguy cơ xuất hiện bong bóng bất động sản. Mặt khác, kết quả phân tích thực trạng cho thấy TTBĐS gặp phải các hạn chế và khó khăn như: (1) TTBĐS gặp nhiều khó khăn khi tiếp cận vốn; (2) Mất cân đối giữa cung và cầu trên TTBĐS; (3) Thông tin dữ liệu về TTBĐS còn nhiều hạn chế. Dựa trên cơ sở này, tác giả sẽ đề xuất một số hàm ý chính sách nhằm phát triển TTBĐS gắn với phát triển tài chính như sau:

- Nâng cao khả năng tiếp cận vốn của TTBĐS:

Nâng cao năng lực của các chủ thể tham gia TTBĐS để bảo đảm thị trường này hoạt động một cách lành mạnh và chuyên nghiệp. Đồng thời, các doanh nghiệp bất động sản cần đa dạng các nguồn vốn huy động:

+ Đối với nguồn vốn tín dụng: các doanh nghiệp bất động sản cần nâng cao khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng, tập trung cải thiện một số vấn đề như nâng cao năng lực hoạt động, kế hoạch kinh doanh, khả năng thực hiện dự án và minh bạch trong hoạt động kinh doanh.

+ Đối với nguồn vốn từ TTCK: các doanh nghiệp bất động sản cần gia tăng quy mô, chuyển đổi thành doanh nghiệp cổ phần (đối với các doanh nghiệp không thuộc loại hình doanh nghiệp cổ phần) và hướng tới đủ điều kiện niêm yết để có thể huy động được nguồn vốn trên TTCK. Đồng thời, cần phát triển và nâng cao năng lực hoạt động của quỹ đầu tư bất động sản, hướng tới mục tiêu trở thành kênh huy động vốn hiệu quả cho TTBĐS.

+ Ngoài ra, các doanh nghiệp bất động sản cần mở rộng liên doanh, liên kết với các doanh nghiệp ở trong và ngoài nước để nâng cao năng lực thực hiện dự án. Đồng thời, nâng cao khả năng tiếp cận nguồn vốn từ các nhà đầu tư nước ngoài.

- Khắc phục tình trạng mất cân đối giữa cung và cầu trên TTBĐS: cần tiếp tục tái cơ cấu TTBĐS, phát triển đa dạng các loại hàng hoá bất động sản. Đồng thời, đẩy mạnh phát triển phân khúc nhà ở xã hội, nhà ở thương mại giá thấp, nhà ở cho thuê nhằm đáp ứng nhu cầu thực sự của thị trường, góp phần khắc phục tình trạng mất cân đối giữa cung và cầu trên TTBĐS. Qua đó, sẽ giúp TTBĐS phát triển ổn định và đáp ứng được nhu cầu thực tế trên thị trường, tạo nền tảng thúc đẩy nền kinh tế và hệ thống tài chính phát triển.

- Minh bạch thông tin về TTBĐS: xây dựng hệ thống thông tin dữ liệu đảm bảo tin cậy, công khai và minh bạch về TTBĐS, kể cả các thông tin về quy hoạch vị trí dự án. Đặc biệt, cần đẩy mạnh triển khai việc xây dựng chỉ số giá bất động sản cho từng khu vực địa lý nhằm giúp các nhà hoạch định chính sách, nhà quản lý và nhà nghiên cứu có cái nhìn toàn diện hơn về TTBĐS. Đồng thời, cần nâng cao công tác dự báo TTBĐS để có định hướng phát triển bền vững. Dựa trên những thông tin này, các ngân hàng sẽ có nguồn thông tin đáng tin cậy để nâng cao công tác dự báo và có cơ sở để điều tiết dòng vốn tín dụng vào TTBĐS một cách phù hợp. Đồng thời, các nhà đầu tư cũng sẽ có nguồn thông tin đáng tin cậy để có cơ sở đưa ra quyết định đầu tư vào TTBĐS một cách hiệu quả.

5.2.3. Hàm ý chính sách khác

5.2.3.1. Hàm ý chính sách đối với Chính phủ

Kết quả nghiên cứu cho thấy, phát triển tài chính và TTBĐS có mối quan hệ mật thiết với nhau. Đồng thời, phát triển tài chính và TTBĐS còn bị tác động đáng kể bởi

các biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô. Do vậy, Chính phủ cần có chính sách nhằm thúc đẩy phát triển tài chính gắn với TTBĐS một cách hiệu quả và bền vững. Đồng thời, cần có những giải pháp thiết thực nhằm hạn chế các tác động tiêu cực từ những biến động bất thường của nền kinh tế. Để thực hiện được điều này, tác giả đề xuất một số hàm ý chính sách cụ thể như sau:

- Tăng cường giải pháp nhằm tận dụng các nguồn vốn trong nền kinh tế để thúc đẩy TTBĐS phát triển: Chính phủ cần tăng cường giải pháp nhằm tận dụng tối đa các nguồn vốn trong nền kinh tế để thúc đẩy TTBĐS phát triển. Trong đó, đặc biệt coi trọng nguồn vốn tín dụng từ khu vực ngân hàng và nguồn vốn từ TTCK. Đồng thời, tăng cường các giải pháp nhằm thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài cho TTBĐS, đặc biệt là các phân khúc bất động sản cần lượng vốn lớn. Chẳng hạn, nghiên cứu ban hành cơ chế ưu đãi cho các nhà đầu tư nước ngoài, cải cách thủ tục hành chính.

- Tăng cường giải pháp nhằm phát triển TTBĐS một cách bền vững: Chính phủ cần nâng cao công tác dự báo TTBĐS để có định hướng phát triển, chủ động đưa ra các chính sách phù hợp nhằm phát triển TTBĐS một cách bền vững. Tập trung phát triển đa dạng các loại hàng hoá bất động sản. Ngoài ra, cần đẩy mạnh phát triển phân khúc nhà ở xã hội, nhà ở thương mại giá thấp, nhà ở cho thuê nhằm đáp ứng nhu cầu thực tế của thị trường, góp phần khắc phục tình trạng mất cân đối giữa cung và cầu trên TTBĐS. TTBĐS cần phát triển theo hướng bền vững, đáp ứng nhu cầu thực tế trên thị trường, tránh tình trạng hình thành bong bóng trên TTBĐS. Bởi vì, khi hình thành bong bóng, TTBĐS sẽ có nguy cơ bị suy thoái trong tương lai. Điều này sẽ dẫn đến những tác động tiêu cực đến nền kinh tế, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu vừa qua là một minh chứng về vấn đề này. Đồng thời, Chính phủ cần thường xuyên tổng kết, đánh giá về TTBĐS. Từ đó, nhận diện những điểm bất cập trong các chính sách phát triển TTBĐS. Qua đó sẽ có cơ sở điều chỉnh chính sách và quy định cho phù hợp với thực tiễn.

- Nâng cao công tác dự báo diễn biến nền kinh tế: Chính phủ cần theo dõi chặt chẽ và nâng cao công tác dự báo tình hình kinh tế trong nước cũng như thế giới. Qua đó, sẽ có cơ sở áp dụng các chính sách phù hợp nhằm thúc đẩy phát triển tài chính và TTBĐS một cách bền vững. Đặc biệt, cần tận dụng những cơ hội do hội nhập kinh tế quốc tế mang lại, đồng thời cần có các chính sách phù hợp nhằm hạn chế các tác động tiêu cực từ những biến động bất thường của nền kinh tế đến phát triển tài chính và TTBĐS.

5.2.3.2. Hàm ý chính sách đối với Ngân hàng Nhà nước

- Điều hành chính sách tiền tệ thận trọng và linh hoạt: Ngân hàng Nhà nước cần điều hành chính sách tiền tệ thận trọng và linh hoạt, kiểm soát quy mô tín dụng phù hợp với diễn biến kinh tế vĩ mô, đồng thời kiểm soát chặt chẽ tín dụng đối với lĩnh vực kinh doanh bất động sản. Khuyến khích các tổ chức tín dụng phân bổ nguồn vốn tín dụng đối với dự án phát triển nhà ở xã hội, nhà ở thương mại giá thấp, nhà ở cho thuê.

- Tăng cường công tác thanh tra, giám sát đối với hoạt động cấp tín dụng: Ngân hàng Nhà nước cần tăng cường công tác thanh tra, giám sát đối với hoạt động cấp tín dụng để đầu tư và kinh doanh bất động sản. Đồng thời, xử lý nghiêm hành vi vi phạm.

- Xây dựng hệ thống thông tin dữ liệu về TTBĐS: Ngân hàng Nhà nước cần xây dựng hệ thống thông tin dữ liệu về TTBĐS, trong đó đặc biệt coi trọng công tác dự báo rủi ro trên TTBĐS để các NHTM tham khảo. Hệ thống thông tin dữ liệu này có thể được quản lý bởi một trung tâm hỗ trợ thông tin về TTBĐS với cách thức hoạt động tương tự như Trung tâm Thông tin Tín dụng Quốc gia Việt Nam (CIC). Qua đó, Ngân hàng Nhà nước cũng có cơ sở để đề xuất các chính sách phát triển khu vực ngân hàng và điều tiết dòng vốn tín dụng vào TTBĐS một cách phù hợp.

5.2.3.3. Hàm ý chính sách đối với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần phối hợp với các đơn vị có liên quan để hoàn thiện các văn bản pháp lý nhằm phát triển TTCK toàn diện cả về chất và lượng. Các văn bản pháp lý cần được hoàn thiện dựa trên cơ sở thực tiễn của thị trường và thông lệ quốc tế. Đồng thời, cần tăng cường hợp tác quốc tế trong lĩnh vực chứng khoán.

- Triển khai quyết liệt các giải pháp cơ cấu lại TTCK dựa trên cơ sở của Quyết định số 242/QĐ-TTg về Đề án "Cơ cấu lại TTCK và thị trường bảo hiểm đến năm 2020 và định hướng đến năm 2025" đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt 28/02/2019. Đồng thời, phối hợp với các đơn vị có liên quan để thực hiện thành lập Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam (theo mô hình công ty mẹ - con trên cơ sở sắp xếp lại Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh) theo lộ trình và mô hình đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt tại quyết định số 32/QĐ-TTg ngày 07/01/2019.

5.3. Hạn chế của đề tài luận án và hướng nghiên cứu tiếp theo

Bên cạnh những kết quả đạt được, đề tài luận án còn một số hạn chế nhất định, chẳng hạn như:

- TTBĐS Việt Nam chính thức được hình thành kể từ khi có Luật Đất đai năm 2003 (có hiệu lực thi hành từ ngày 01 tháng 7 năm 2004). Do vậy, khoảng thời gian phân tích được giới hạn từ quý 3 năm 2004 đến quý 4 năm 2018. Điều này cho thấy, chuỗi dữ liệu đưa vào phân tích còn hạn chế về độ dài.

- Do hạn chế về dữ liệu, tác giả đã giới hạn phát triển tài chính được đo lường thông qua sự phát triển của khu vực ngân hàng (phát triển của NHTM) và TTCK. Hay nói cách khác, đề tài luận án gặp phải hạn chế khi chưa xem xét phát triển tài chính thông qua sự phát triển của các tổ chức tài chính khác (như: công ty tài chính, công ty bảo hiểm,…) và các thành phần khác của thị trường tài chính (như: thị trường trái phiếu, thị trường ngoại hối,…).

- Một số biến tác giả muốn đưa vào phân tích nhưng chưa thể thu thập được dữ liệu theo quý trong toàn bộ giai đoạn nghiên cứu, chẳng hạn như: chỉ số giá bất động sản, khả năng tiếp cận tài chính và ổn định tài chính thông qua khu vực ngân hàng, một số biến kiểm soát khác có thể có vai trò quan trọng trong mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS.

- Hiện tại, chưa có dữ liệu theo quý về chỉ số tổng hợp đại diện cho phát triển tài chính. Do đó, tác giả chỉ có thể đo lường phát triển tài chính thông qua các chỉ số riêng lẻ đại diện cho độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính và ổn định tài chính. Nếu xây dựng được chỉ số tổng hợp, phát triển tài chính sẽ được đánh giá một cách tổng quát hơn.

- Đề tài luận án còn gặp hạn chế khi chỉ thu thập dữ liệu của Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM để đại diện cho phát triển tài chính thông qua TTCK. Tác giả không thu thập dữ liệu của Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội để phân tích mô hình nghiên cứu, vì: (1) Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội mới đi vào hoạt động sau này (giao dịch phiên đầu tiên vào ngày 14/7/2005), do đó nếu thu thập dữ liệu của Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội để đưa vào mô hình nghiên cứu thì thời gian nghiên cứu sẽ ngắn; (2) Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội có quy mô khá nhỏ so với Sở Giao dịch chứng khoán

TP.HCM, mặt khác quy định giữa hai Sở Giao dịch này có nhiều điểm khác biệt, nên nếu thu thập dữ liệu chung sẽ không đồng nhất về dữ liệu.

Những hạn chế nêu trên là cơ sở để các nghiên cứu sau này sẽ hoàn thiện hơn trong tương lai.

Kết luận chương 5

Chương 5 đã đưa ra kết luận chung của đề tài luận án dưới 2 góc độ: mục tiêu nghiên cứu và kết quả nghiên cứu. Chương này cũng đề xuất những hàm ý chính sách nhằm thúc đẩy phát triển tài chính gắn với TTBĐS Việt Nam như sau: (1) Hàm ý chính sách đối với phát triển tài chính nhằm phát triển TTBĐS; (2) Hàm ý chính sách đối với TTBĐS nhằm phát triển tài chính; (3) Một số hàm ý chính sách khác đối với Chính phủ, Ngân hàng Nhà nước và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Cuối cùng, chương 5 trình bày một số hạn chế còn gặp phải của đề tài luận án và hướng nghiên cứu trong tương lai.

KẾT LUẬN CHUNG

Mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS là chủ đề nghiên cứu còn nhiều quan điểm tranh luận khác nhau. Không chỉ vậy, các nghiên cứu về vấn đề này thường tập trung chủ yếu ở các quốc gia phát triển, còn thiếu vắng các nghiên cứu thực nghiệm ở các quốc gia đang phát triển như Việt Nam. Do đó, mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS là chủ đề nghiên cứu thú vị, còn nhiều khoảng trống cần khám phá và mang lại giá trị thiết thực đối với Việt Nam.

Với đề tài luận án này, tác giả tập trung nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam, trong giai đoạn từ quý 3 năm 2004 đến quý 4 năm 2018. Thông qua việc sử dụng kết hợp giữa phương pháp ARDL và VAR, kết quả nghiên cứu cho thấy:

- Mối quan hệ giữa độ sâu tài chính và TTBĐS: trong dài hạn, tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP) và tăng trưởng TTBĐS (REM). Trong ngắn hạn, tồn tại tác động cùng chiều từ tăng trưởng TTBĐS (REM) đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP). Đối với độ sâu tài chính của TTCK, tác giả tìm thấy tác động một chiều từ giá trị vốn hóa TTCK (SMC) đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong ngắn hạn. Vậy, tồn tại mối quan hệ mật thiết (cùng chiều) giữa độ sâu tài chính và TTBĐS.

- Mối quan hệ giữa hiệu quả tài chính và TTBĐS: tồn tại tác động cùng chiều từ chênh lệch lãi suất (LDS) đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong cả ngắn hạn và dài hạn. Điều này cho thấy, hiệu quả tài chính của khu vực ngân hàng có tác động đáng kể đến TTBĐS.

- Mối quan hệ giữa khả năng tiếp cận tài chính và TTBĐS: tồn tại tác động cùng chiều từ khả năng tiếp cận tài chính (SMA) đến tăng trưởng TTBĐS (REM) trong cả ngắn hạn và dài hạn. Hay nói cách khác, khả năng tiếp cận tài chính của TTCK có tác động đáng kể đến TTBĐS.

- Mối quan hệ giữa ổn định tài chính và TTBĐS: tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa biến động TTCK (SMV) và tăng trưởng TTBĐS (REM) trong ngắn hạn. Do đó, ổn định tài chính có mối quan hệ mật thiết với TTBĐS trong ngắn hạn.

Nhìn chung, phát triển tài chính có mối quan hệ mật thiết với TTBĐS. Hay nói cách khác, mối quan hệ này phù hợp với hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng. Tuy nhiên, mức độ tác động trong mối quan hệ này có sự khác nhau giữa các tiêu chí đại diện cho phát triển tài chính, cụ thể là: độ sâu tài chính, hiệu quả tài chính, khả năng tiếp cận tài chính và ổn định tài chính. Ngoài ra, tác giả còn tìm thấy tác động đáng kể của các biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô đến phát triển tài chính và TTBĐS.

Kết quả nghiên cứu là cơ sở để góp phần giúp các nhà hoạch định chính sách, nhà quản lý và nhà nghiên cứu thấy rõ hơn về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS Việt Nam. Kết quả này là bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam, do đó mang lại giá trị thiết thực và ý nghĩa đối với Việt Nam, cũng như các quốc gia đang phát triển như Việt Nam.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

TIẾNG VIỆT

[1]. Bộ Tài chính (2012). *Thông tư số 228/2012/TT-BTC về hướng dẫn thành lập và quản lý quỹ đầu tư bất động sản*. Hà Nội, ngày 27/12/2012.

[2]. Bộ Xây dựng (2014). *Thông tư số 19/2014/TT-BXD*. Hà Nội, ngày 10/12/2014.

[3]. Bộ Xây dựng (2016). *Báo cáo quản lý nhà ở và thị trường bất động sản giai đoạn 2010-2015*.

[4]. Cổng thông tin điện tử Bộ Tài chính (2019). *Tìm hướng phát triển thị trường bất động sản ổn định, lành mạnh*. Ngày 04/07/2019.

[5]. Chính phủ (1998). *Nghị định của Chính phủ số 48/1998/NĐ-CP về chứng khoán và thị trường chứng khoán*. Hà Nội, ngày 11/7/1998.

[6]. HOREA (2018a). *Báo cáo thị trường bất động sản 8 tháng đầu năm 2018*. Tp. Hồ Chí Minh, ngày 07/11/2018.

[7]. HOREA, (2018b). *Báo cáo thị trường bất động sản năm 2018*. TP. Hồ Chí Minh, ngày 21/12/2018.

[8]. HOREA (2019). *Lộ trình hạn chế tín dụng vào thị trường bất động sản (44/CV-HoREA)*. TP. Hồ Chí Minh, ngày 22/4/2019.

[9]. Lê Xuân Nghĩa (2011). Chính sách tài chính, tiền tệ: khơi thông dòng vốn vào thị trường bất động sản. *Tạp chí Tài chính, 10*, 19-22.

[10]. LienVietPostBank (2017). *Nhìn lại lãi suất năm 2016 và dự báo xu hướng năm 2017*. Ngày 23/03/2017.

[11]. LienVietPostBank (2018). *Đằng sau sự rút vốn khỏi các thị trường mới nổi và Việt Nam*. Ngày 31/05/2018.

[12]. Ngân hàng Nhà nước (2009). *Ngân hàng Nhà nước Việt Nam - Một năm nhìn lại*. Ngày 31/12/2009.

[13]. Ngân hàng Nhà nước (2012). *Báo cáo thường niên năm 2012*. Nhà xuất bản Thông tin và Truyền thông.

[14]. Ngân hàng Nhà nước (2017). *Thông tư 19/2017/TT-NHNN về sửa đổi, bổ sung một số điều của thông tư số 36/2014/TT-NHNN ngày 20 tháng 11 năm 2014 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước quy định các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài*. Hà Nội, ngày 28/12/2017.

[15]. Ngân hàng Nhà nước (2019). *Thông tư 22/2019/TT-NHNN quy định các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của ngân hàng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài.* Hà Nội, ngày 15/11/2019.

[16]. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam – chi nhánh TP.HCM (2015). *Dữ liệu về tăng trưởng tín dụng trên địa bàn TP.HCM giai đoạn 2006-2014*.

[17]. Nguyễn Quỳnh Hoa (2014). Sự hình thành và phát triển thị trường bất động sản tại Việt Nam trong tiến trình đổi mới kinh tế. *Tạp chí Phát triển & Hội nhập, 17*(27), 36-44.

[18]. Phạm Hữu Hồng Thái và Hồ Thị Lam (2016). Mối quan hệ giữa chính sách tín dụng và thị trường bất động sản. *Tạp chí Phát triển Kinh tế, 27*(9), 34-52.

[19]. Phạm Thanh Hà (2019). *Một số thông tin về điều hành CSTT và hoạt động ngân hàng Quý I năm 2019*. Ngày 01/04/2019.

[20]. Phan Thị Bích Nguyệt (2015). Quan hệ đa chiều của thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản. *Tạp chí Tài chính*, *2*(11/2015), 46-47.

[21]. Phan Thị Bích Nguyệt & Phạm Dương Phương Thảo (2016). Mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản: Trường hợp tại thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, *27*(5), 45-62.

[22]. Quốc hội (1993). *Luật Đất đai năm 1993*. Hà Nội, ngày 14/7/1993.

[23]. Quốc hội (2003). *Luật Đất đai năm 2003*. Hà Nội, ngày 26/11/2003.

[24]. Quốc hội (2010a). *Luật Các tổ chức tín dụng*. Hà Nội, ngày 16/6/2010.

[25]. Quốc hội (2010b). *Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật chứng khoán*. Hà Nội, ngày 24/11/2010.

[26]. Quốc hội (2015). *Bộ Luật Dân sự*. Hà Nội, ngày 24/11/2015.

[27]. SBS (2018). *Báo cáo ngành Bất động sản*. Tháng 10/2018.

[28]. Tạp chí điện tử Tài chính (2018). *Tín dụng bất động sản: Ngưỡng bao nhiêu là đáng báo động?*. Ngày 12/7/2018.

[29]. TCER (2014). *Thực trạng thị trường bất động sản hiện nay*. Ngày 02/6/2014.

[30]. Thủ tướng Chính phủ (1998). *Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg về việc thành lập Trung tâm Giao dịch chứng khoán*. Hà Nội, ngày 11/7/1998.

[31]. Thủ tướng Chính phủ (2009a). *Quyết định 131/QĐ-TTg về việc hỗ trợ lãi suất cho các tổ chức, cá nhân vay vốn ngân hàng để sản xuất – kinh doanh*. Hà Nội, ngày 23/01/2009.

[32]. Thủ tướng Chính phủ (2009b). *Quyết định 443/QĐ-TTg về việc hỗ trợ lãi suất cho các tổ chức, cá nhân vay vốn trung, dài hạn ngân hàng để thực hiện đầu tư mới để phát triển sản xuất – kinh doanh*. Hà Nội, ngày 04/4/2009.

[33]. Thủ tướng Chính phủ (2009c). *Quyết định 497/QĐ-TTg việc hỗ trợ lãi suất vốn vay mua máy móc thiết bị, vật tư phục vụ sản xuất nông nghiệp và vật liệu xây dựng nhà ở khu vực nông thôn*. Hà Nội, ngày 17/4/2009.

[34]. Thủ tướng Chính phủ (2019a). *Chỉ thị số 11/CT-TTg về một số giải pháp thúc đẩy thị trường bất động sản phát triển ổn định, lành mạnh*. Hà Nội, ngày 23/4/2019.

[35]. Thủ tướng Chính phủ (2019b*). Quyết định số 32/QĐ-TTg về Phê duyệt đề án thành lập Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam*. Hà Nội, ngày 07/01/2019.

[36]. Thủ tướng Chính phủ (2019c*). Quyết định số 242/QĐ-TTg về 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"*. Hà Nội, ngày 28/02/2019.

[37]. Trần Quốc Tuấn (2008). Nghiên cứu mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản- các chính sách điều chỉnh. *Trung tâm NCKH&ĐTCK chi nhánh Tp HCM.*

[38]. Trần Thị Minh Thư & Trần Quốc Khánh (2013). Các chỉ số đánh giá thị trường bất động sản và khả năng áp dụng tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển, 196*, 55-60.

TIẾNG ANH

[39]. Ali, G., & Zaman, K. (2017). Do house prices influence stock prices? Empirical investigation from the panel of selected European Union countries. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja, 30*(1), 1840-1849.

[40]. Amisano, G., & Giannini, C. (1997). *Topics in Structural VAR Econometrics (2nd ed)*. Heidelberg: Springer.

[41]. Amonhaemanon, D., Ceuster, M., Annaert, J., & Hau, L. (2013). The Inflation-Hedging Ability of Real estate Evidence in Thailand: 1987-2011. *Procedia Economics and Finance*, *5*, 40-49.

[42]. Ando, A., & Modigliani, F. (1963). The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests. *American Economic Review, 103*(1), 55-84.

[43]. Anundsen, A.K., & Jansen, E.S. (2013). Self-reinforcing effects between housing prices and credit. *Journal of Housing Economics, 22*, 192-212.

[44]. Arestis, P., & Gonzalez, A.R. (2014). Bank credit and the housing market in OECD countries. *Journal of Post Keynesian Economics, 36*(3), 467- 489.

[45]. Aşici, M., Yilmaz, O., & Hepşen, A. (2011). Housing Affordability Index Calculation Integrating Income Inequality in Turkey. *The Empirical Economics Letters, 10*(4), 360-367.

[46]. Assaf, A.A., Khrais, I.M., & Yamin, I.Y. (2014). The impact of the financial stock market changes on the variation of real estate market prices in Jordan. *International Journal of Business and Management Review*, 2(3), 59-72.

[47]. Asteriou, D., & Spanos, K. (2018). The Relationship between Financial Development and Economic Growth during the recent Crisis: Evidence from the EU. *Finance Research Letters, 28,* 238-245.

[48]. Awojobi, O. (2013). Does trade openness and financial liberalization foster growth: An empirical study of Greek economy. *International Journal of Social Economics, 40*, 537-555.

[49]. Bahmani-Oskooee, M., & Ghodsi, S. (2018). Asymmetric causality between the U.S. housing market and its stock market: Evidence from state level data. *The Journal of Economic Asymmetries, 18*, 1-8.

[50]. Balomenou, C., Babalos, V., Vortelinos, D., & Koulakiotis, A. (2020). *International Journal of Housing Markets and Analysis*. https://doi.org/10.1108/IJHMA-04-2020-0041

[51]. Batten, J., & Vo, X.V. (2016). Bank risk shifting and diversification in an emerging market. *Risk Management, 18*(4), 217-235.

[52]. Beck, R., Georgiadis, G., & Straub, R. (2014). The finance and growth nexus revisited. *Economics Letters, 124*(3), 382-385.

[53]. Bencivenga, V.R., Smith, B.D., & Starr, R.M. (1995). Transaction costs, technological choice, endogenous growth. *Journal of Economic Theory*, *67*(1), 53-117.

[54]. Bisgaard, S., & Kulahci, M. (2011). *Time Series Analysis and Forecasting by Example*. A John Wiley & Sons, Inc., Publication, 163-164.

[55]. Bouchouicha, R., & Ftiti, Z. (2012). Real estate markets and the macroeconomy: A dynamic coherence framework. *Economic Modelling, 29*(5), 1820-1829.

[56]. Brown, R.L., Durbin, J., & Evans, J.M. (1975). Techniques for Testing the Constancy of Regression Relationships Over Time. *Journal of the Royal Statistical Society, 37*(2), 149-192.

[57]. Buera, F.J., Kaboski, J.P., & Shin, Y. (2011). Finance and development: a tale of two sectors. *American Economic Review, 101*(5), 1964-2002.

[58]. Buera, F.J., & Shin, Y. (2013). Financial frictions and the persistence of history: a quantitative exploration. *Journal of Political Economy, 121*(2), 221-272.

[59]. Bunda, I., & Zorzi, M. (2010). Signals from housing and lending booms. *Emerging Markets Review*, *11(2010)*, 1-20.

[60]. Cerutti, E., Dagher, J., & Ariccia, G. (2017). Housing Finance and Real-Estate Booms: A Cross-Country Perspective. *Journal of Housing Economics*, *38*, 1-13.

[61]. Chang, K., Chen, N., & Leung, C. (2012). The dynamics of housing returns in Singapore: How important are the international transmission mechanisms?. *Regional Science and Urban Economics*, *42*, 516-530.

[62]. Che, X., Li, B., Guo, K., & Wang, J. (2011). Property Prices and Bank Lending: Some Evidence from China's Regional Financial Centres. *Procedia Computer Science*, *4*, 1660-1667.

[63]. Chen, N.K. (2001). Asset price fluctuations in Taiwan: evidence from stock and real estate prices 1973 to 1992. *Journal of Asian Economics, 12*(2), 215-232.

[64]. Chen, L., Huang, H., & Xu, W. (2017). *The Empirical Study on the Relationship between the Stock Market and the Real Estate Market in China*. International Conference on Construction and Real Estate Management 2017, 197-209.

[65]. Choi, C., & Park, K. (2017). Financial system and housing price. *Emerging Markets Finance and Trade, 54*(2), 328-335.

[66]. Dickey, D., & Fuller, W. (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with Unit Root. *Journal of the American Statistical Association*, *74*, 427-432.

[67]. Ding, H., Chong, T., & Park, S. (2014). Nonlinear dependence between stock and real estate markets in China. *Economics Letters*, *124*, 526-529.

[68]. Engle, R.F., & Granger, C.W.J. (1987). Co-integration and error correction: Representation, estimation, and testing. *Econometrica, 55*, 251-276.

[69]. Esso, L.J. (2010). Re-examining the finance-growth nexus: Structural break, threshold cointegration and causality evidence from the ECOWAS. *Journal of Economic Development, 35*(3), 57-79.

[70]. Fabozzi, F., & Drake, P. (2009). *Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management*. Wiley.

[71]. Fisman, R., & Love, I. (2003). Trade Credit, Financial Intermediary Development, and Industry Growth. *The Journal of Finance, 58*(1), 353-374.

[72]. Friedman, M. (1957). *A Theory of the Consumption Function: A Study by the National Bureau of Economic Research*. Princeton University Press, Princeton.

[73]. Funkea, M., Kirkby, R., & Mihaylovski, P. (2018). House prices and macroprudential policy in an estimated DSGE model of New Zealand. *Journal of Macroeconomics*, *56*, 152-171.

[74]. Gasparėnienė, L., Remeikienė, R., & Skuka, A. (2017). Assessment Of The Impact Of Macroeconomic Factors On Housing Price Level: Lithuanian Case. *Intellectual Economics*, *10*(2), 122-127.

[75]. Gerschenkron, A. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press.

[76]. Ghatak S., & Siddiki, J. (2001). The use of the ARDL approach in estimating virtual exchange rates in India. *Journal of Applied Statistics, 28*(5), 573-583.

[77]. Ghosh, C., Guttery, R.S., & Sirmans, C.F. (1997). Effects of the real estate crisis on institutional stock prices. *Real Estate Economics*, *25*, 591-614.

[78]. Gibson, N. (2009). The Privatization of Urban Housing in China and its Contribution to Financial System Development. *Journal of Contemporary China, 18*(58), 175-184.

[79]. Gimeno, R., & Martínez-Carrascal, C. (2010). The relationship between house prices and house purchase loans: The Spanish case. *Journal of Banking & Finance, 34*, 1849-1855.

[80]. Gitman, L.J. (1997). *Principles of Managerial Finance, Brief (7th Edition)*. Standalone book (Pearson Series in Finance).

[81]. Godstein, M., Kaminsky, G.L., & Reinhart, M. (2000). *Assessing financial vulnerability, an early warning system for emerging markets.* Washington, DC: Institute for International Economics, 1-56.

[82]. Graff, M. (2003). Financial development and economic growth in corporatist and liberal market economies. *Emerging Markets Finance and Trade, 39*(2), 47-69.

[83]. Granger, C.W.J. (1969). Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods. *Econometrica, 37*, 424-438.

[84]. Heaney, R., & Srianantha kumar, S. (2012). Time-varying correlation between stock market returns and real estate returns. *Journal of Empirical Finance*, *19*, 583-594.

[85]. Hott, C. (2011). Lending behavior and real estate prices. *Journal of Banking & Finance, 35,* 2429-2442.

[86]. Huang, D., Leung, C., & Qu, B. (2015). Do bank loans and local amenities explain Chinese urban house prices?. *China Economic Review*, *34*, 19-38.

[87]. Hui, E., & Chan, K. (2014). The global financial crisis: Is there any contagion between real estate and equity markets?. *Physica A*, *405,* 216-225.

[88]. Hui, E., Zuo, W., & Hu, L. (2011). Examining the relationship between real estate and stock markets in Hong Kong and the United Kingdom through datamining. *International Journal of Strategic Property Management*, *15*(1), 26-34.

[89]. Ibrahim, M. (2010). House price-stock price relations in Thailand: an empirical analysis. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, *3*(2010), 69-82.

[90]. Ibrahim, M., & Law, S. (2014). House prices and bank credits in Malaysia: An aggregate and disaggregate analysis. *Habitat International*, *42*, 111-120.

[91]. Igan, D., Kabundi, A., Simone, F.N.D., Pinheiro, M., & Tamirisa, N. (2011). Housing, credit, and real activity cycles: Characteristics and comovement. *Journal of Housing Economics, 20*, 210-231.

[92]. Jehan, S.N., & Luong, T.N. (2010). Vietnam's real estate market: Can it sail through the capital puzzle?. *Ritsumeikan Journal of Asia Pacific Studies*, *29*, 85-105.

[93]. Jiang, Y., Zhao, D., Sanderford, A., & Du, J. (2018). Effects of Bank Lending on Urban Housing Prices for Sustainable Development: A Panel Analysis of Chinese Cities. *Sustainability, 10*(3), 1-16.

[94]. Kaminsky, G.L., & Reinhart, M. (1999). The twin crises: The causes of banking and balance of payments problems. *American Economic Review, 89*(3), 473-500.

[95]. Kapopoulos, P., & Siokis, F. (2005). Stock and real estate price in Greece: wealth versus 'credit-price' effect. *Applied Economics Letters*, *12*(2), 125-128.

[96]. Khanna, A., Adkins, L., & Meyanathan, S.D. (1992). *Financial Infrastructure: Issues for Developing Countries*. WBI working papers, 1-21.

[97]. King, R., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics, 108*(3), 717-737.

[98]. Lambertini, L., Mendicino, C., & Punzi, M. (2017). Expectations-driven cycles in the housing market. *Economic Modelling*, *60*, 297-312.

[99]. Lean, H., & Smyth, R. (2014). Dynamic interaction between house prices and stock prices in Malaysia. *International Journal of Strategic Property Management*, *18*(2), 163-177.

[100]. Levine, R. (2005). *Finance and growth: Theory and evidence*. Handbook of Economic growth. 865-934.

[101]. Levine, R., & Zervos, A. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *The American Economic Review, 88*(3), 537-558.

[102]. Li, X., Chang, T., Miller, S., Balcilar, M., & Gupta, R. (2015). The Co-Movement and Causality between the U.S. Housing and Stock Markets in the Time and Frequency Domains. *International Review of Economics & Finance*, *38*, 220-233.

[103]. Liang, Q., & Cao, H. (2007). Property prices and bank lending in China. *Journal of Asian Economics*, *18*, 63-75.

[104]. Liebs, D. (2004). *Römisches Recht*, 6. Auflage, Stuttgart 2004. ISBN 3-8252-0465-0.

[105]. Lim, T. (2018). Growth, financial development, and housing booms. *Economic Modelling*, *69*, 91-102.

[106]. Lin, P., & Fuerst, F. (2014). The integration of direct real estate and stock markets in Asia. *Applied Economics*, *46*(12), 1323-1334.

[107]. Lin, T., & Lin, Z. (2011). Are stock and real estate markets integrated? An empirical study of six Asian economies. *Pacific-Basin Finance Journal*, *19*, 571-585.

[108]. Liow, K.H. (1999). Corporate investment and ownership in real estate in Singapore: Some empirical evidence. *Journal of Corporate Real Estate*, *1*(4), 329-342.

[109]. Liow, K.H., Huang, Y., & Song, J. (2019). Relationship between the United States housing and stock markets: Some evidence from wavelet analysis. *North American Journal of Economics and Finance, 50*, 1-24.

[110]. Liow, K.H., & Schindler, F. (2014). An assessment of the relationship between public real estate and stock markets at the local, regional, and global levels. *International Real Estate Review*, *17*(2), 157-202.

[111]. Liu, Y., & Su, C. (2010). The relationship between the real estate and stock markets of China: Evidence from a nonlinear model. *Applied Financial Economics*, *20*(22), 1741-1749.

[112]. Liu, C., Zheng, Y., Zhao, Q., & Wang, C. (2019). Financial stability and real estate price fluctuation in China. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, 540*, 1-26.

[113]. Lutkepohl, H. (1993). *New Introduction to Multiple Time Series Analysis*. New York: Springer.

[114]. Lutkepohl, H., & Saikkonen, P. (1997). Impulse response analysis in infinite order cointegrated vector autoregressive processes. *Journal of Econometrics, 81*(1), 127-157.

[115]. Mallick, S., Matousek, R., & Tzeremes, N.G. (2016). Financial development and productive inefficiency: a robust conditional directional distance function approach. *Economics Letters, 145*, 196-201.

[116]. Mankiw, N.G. (2011). *Principles of Economics (Sixth Edition)*. Cengage Learning.

[117]. Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, *7*(1), 77-91.

[118]. McKinnon, R. (1973). *Money and capital in economic development*. Washington DC: Brookings Institution.

[119]. Mollaahmetoğlu, E., & Akçalı, B.Y. (2019). The Missing-Link between Financial Development and Economic Growth: Financial Innovation Growth: Financial Innovation. *Procedia Computer Science, 158*, 696-704.

[120]. Muda, I., Dharsuky, A., Asriana, N., & Ridhani, D. (2020). Contribution of Real Estate Activities and Financial/Insurance Industry Activities to the Formation of Gross Domestic Product. *Research in World Economy, 11*(3), 192-199.

[121]. Nasreen, S., Mahalik, M.K., Shahbaz, M., & Abbas, Q. (2020). How Do Financial Globalization, Institutions and Economic Growth Impact Financial Sector Development in European Countries?. *Research in International Business and Finance, 54*, 101247.

[122]. Ni, J., & Liu, J. (2011). The study in house market and stock market in China–HongKong–US. *International Conference on Business and Economics Research*, *1*, 71-75.

[123]. Nielsen, B. (2001). *Order determination in general vector autoregressions*. Working paper, Department of Economics, University of Oxford and Nuffield College. http://ideas.repec.org/p/nuf/econwp/0110.html.

[124]. Nyakabawo, W., Miller, S., Balcilar, M., Das, S., & Gupta, R. (2015). Temporal causality between house prices and output in the US: A bootstrap rolling-window approach. *North American Journal of Economics and Finance, 33*, 55-73.

[125]. Okwu, A.T., Ngoepe-Ntsoane, M., Tochukwu, O.R., & Obiwuru, T.C. (2017). Housing and Economic Growth Nexus in Nigeria: Data Based Evidence. *Transylvanian Review of Administrative Sciences, 51*, 70-88.

[126]. Olgu, O., Dinçer, H., & Hacıoglu, U. (2014). *Handbook of Research on Strategic Developments and Regulatory Practice in Global Finance*. Published in the United States of America by Business Science Reference (an imprint of IGI Global).

[127]. Pahlavani, M., Wilson, E., & Worthington, A. (2005). Trade–GDP nexus in Iran: An application of the autoregressive distributed lag (ARDL) model. *American Journal of Applied Sciences*, *2*(7), 1158-1165.

[128]. Pan, L., & Mishra, V. (2017). Stock market development and economic growth: Empirical evidence from China. *Economic Modelling, 68*, 661-673.

[129]. Paulsen, J. (1984). Order determination of multivariate autoregressive time series with unit roots. *Journal of Time Series Analysis, 5*, 115-127.

[130]. Pesaran, M.H., Shin, Y., & Smith, R. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationship. *Journal of Applied Econometrics, 16*(3), 289-326.

[131]. Petrova, T. (2010). What are the effects of housing prices and the REIT index in Bulgaria on the Bulgarian stock exchange index?. *Park Place Economist*, *18*(1), 41-47.

[132]. Pradhan, R., Arvin, M., Hall, J., & Bahmani, S. (2014). Causal nexus between economic growth, banking sector development, stock market development, and other macroeconomic variables: The case of ASEAN countries. *Review of Financial Economics*, *23*(4), 155-173.

[133]. Pradhan, R.P., Arvin, M.B., Nair, M., Bennett, S.E., & Hall, J.H. (2018). The Dynamics Between Energy Consumption Patterns, Financial Sector Development

and Economic Growth in Financial Action Task Force (FATF) Countries. *Energy, 159,* 42-53.

[134]. Riyazahmed, K., & Saravanaraj, M.G. (2015). A Study on Factors Influencing Buying Behavior of Securities in Indian Stock Markets. *Journal of Marketing, 7*(1), 1-10.

[135]. Roulac, S.E. (1996). The Strategic Real Estate Framework: Processes, Linkages, Decisions. *The Journal of Real Estate Research, 12*(3), 323-346.

[136]. Sethi, P., Chakrabarti, D., & Bhattacharjee, S. (2020). Globalization, financial development and economic growth: Perils on the environmental sustainability of an emerging economy. *Journal of Policy Modeling, 42*, 520-535.

[137]. Shaw, E.S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press, London.

[138]. Shen, L. (2013). Financial dependence and growth: diminishing returns to improvement in financial development. *Economics Letters, 120*(2), 215-219.

[139]. Shen, C., Lee, Y., Wu, M., & Guo, N. (2016). Does housing boom lead to credit boom or is it the other way around? The case of China. *International Review of Economics and Finance*, *42*, 349-367.

[140]. Shi, G., Liu, X., & Zhang, X. (2017). Time-varying causality between stock and housing markets in China. *Finance Research Letters*, *22*, 227-232.

[141]. Skinner, J. (1999). Housing wealth and aggregate saving. *Regional Science and Urban Economics, 19*(2), 305-324.

[142]. Sobiech, I. (2019). Remittances, finance and growth: Does financial development foster the impact of remittances on economic growth?. *World Development, 113*, 44-59.

[143]. Su, C. (2011). Non-linear causality between the stock and real estate markets of Western European countries: Evidence from rank tests. *Economic Modelling*, *28*, 845-851.

[144]. Su, C., Chang, H., & Zhu, M. (2011). A non-linear model of causality between the stock and real estate markets of European countries. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, *1*, 41-53.

[145]. Su, Z., & Taltavull, P. (2019). International capital movement towards the Spanish real estate sector. *Journal of Property Investment & Finance, 38*(2), 107-127.

[146]. Svirydzenka, K. (2016). Introducung a New Broad-based Index of Financial Development. *IMF Working Paper*, 1-42.

[147]. Tease, W. (1993). The stock market and investment. *OECD Economic Studies, 20*, 41-63.

[148]. Theurillat, T., Rérat, P., & Crevoisier, O. (2014). The real estate markets: players, institutions and territories. *Working paper, 1*, 1-23.

[149]. Thrall, G.I. (2002). *Business Geography and New Real Estate Market Analysis*. Published by Oxford University Press, Inc.

[150]. Thu, T.T., & Perera, R. (2011). Consequences of the two-price system for land in the land and housing market in Ho Chi Minh City, Vietnam. *Habitat International, 35*, 30-39.

[151]. Tiwari, A.K., Andre, C., & Gupta, R. (2020). Spillovers between US real estate and financial assets in time and frequency domains. *Journal of Property Investment & Finance*. https://doi.org/10.1108/JPIF-08-2019-0110

[152]. Tsai, I. (2015). Dynamic information transfer in the United States housing and stock markets. *North American Journal of Economics and Finance*, *34*, 215-230.

[153]. Tsai, I., Lee, C., & Chiang, M. (2011). The asymmetric wealth effect in the US housing and stock markets: Evidence from the threshold cointegration model. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, *45*, 1005-1020.

[154]. Tsay, R.S. (1984). Order selection in nonstationary autoregressive models. *Annals of Statistics, 12*, 1425-1433.

[155]. Tupenaite, L., Kanapeckiene, L., & Naimaviciene, J. (2017). Determinants of Housing Market Fluctuations: Case Study of Lithuania. *Procedia Engineering*, *172*, 1169-1175.

[156]. Tursoy, T., & Faisal, F. (2016). Causality between stock price and GDP in Turkey: An ARDL Bounds Testing Approach. *Romanian Statistical Review, 4*(2016), 3-19.

[157]. Ume, E. (2017). The impact of monetary policy on housing market activity: An assessment using sign restrictions. *Economic Modelling, 68*, 23-31.

[158]. Wadud, M., Bashar, O., & Ahmed, H. (2012). Monetary policy and the housing market in Australia. *Journal of Policy Modeling*, *34*, 849-863.

[159]. Wheaton, W. (1999). Real Estate 'Cycles': Some Fundamentals. *Real Estate Economics, 27*(2), 209-230.

[160]. Wooldridge, J.M. (2012). *Introductory Econometrics: A Modern Approach (5th edition)*. South-Western, Cengage Learning.

[161]. Xia, T., Yao, C.X., & Geng, J.G. (2019). Dynamic and frequency-domain spillover among economic policy uncertainty, stock and housing markets in China. *International Review of Financial Analysis, 67*, 1-25.

[162]. Xu, X., & Chen, T. (2012). The effect of monetary policy on real estate price growth in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, *20*, 62-77.

[163]. Yoshikawa, H., & Ohtaka, F. (1989). An analysis of female labor supply, housing demand and the saving rate in Japan. *European Economic Review, 33*(5), 999-1023.

[164]. Yuksel, A. (2016). The relationship between stock and real estate prices in Turkey: Evidence around the global financial crisis. *Central Bank Review*, *16*, 33-40.

[165]. Yunus, N. (2012). Modeling Relationships Among Securitized Property Markets, Stock Markets, and Macroeconomic Variables. *Journal of Real Estate Research, 34*(2), 127-156.

[166]. Zaman, K., Izhar, Z., Khan, M.M., & Ahmad, M. (2012). The relationship between financial indicators and human development in Pakistan. *Economic Modelling, 29*(5), 1515-1523.

[167]. Zetland, D. (2010). The Real Estate Market Index. *The Real Estate Finance Journal, September, 13*, 78-90.

[168]. Zhang, D., Cai, J., Liu, J., & Kutan, A.M. (2018). Real estate investments and financial stability: evidence from regional commercial banks in China. *The European Journal of Finance, 24*(16), 1388-1408.

[169]. Zhang, H., Li, L., Hui, E., & Li, V. (2016). Comparisons of the relations between housing prices and the macroeconomy in China's first-, second- and third-tier cities. *Habitat International*, *57*, 24-42.

[170]. Zhao, S., Zhan, H., Jiang, Y., & Pan, W. (2017). How big is China's real estate bubble and why hasn't it burst yet?. *Land Use Policy*, *64*, 153-162.

[171]. Zetland, D. (2010). The Real Estate Market Index. *The Real Estate Finance Journal, 13*, 78-90.

PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 3.1. DANH SÁCH CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI ĐƯỢC SỬ DỤNG ĐỂ THU THẬP DỮ LIỆU BẤT ĐỘNG SẢN NHẬN THẾ CHẤP

STT	Tên ngân hàng
1	Ngân hàng TMCP Á Châu
2	Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam
3	Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam
4	Ngân hàng TMCP Xuất Nhập khẩu Việt Nam
5	Ngân hàng TMCP Phát triển Thành phố Hồ Chí Minh
6	Ngân hàng TMCP Quân Đội
7	Ngân hàng TMCP Quốc Dân
8	Ngân hàng TMCP Sài Gòn - Hà Nội
9	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín
10	Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam
11	Ngân hàng TMCP Tiên Phong
12	Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam
13	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng

PHỤ LỤC 4.1. KẾT QUẢ THỐNG KÊ MÔ TẢ CÁC BIẾN

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
rem	58	.0288034	.014159	-.0134	.0587
dcp	58	.2459948	.1262847	.0798	.6321
smc	58	1.316124	2.818713	-.5299	12.5032
lds	58	.0285448	.0073893	.0145	.0428
sme	58	.2896897	.3794149	.0596	1.4531
sma	58	.3688397	.0952032	.1303	.5406
smv	58	.0131776	.00582	.0033	.0269
gdp	58	.0659	.0133834	.0314	.0945
cpi	58	.0830552	.0625766	0	.279

PHỤ LỤC 4.2. KẾT QUẢ PHÂN TÍCH TƯƠNG QUAN

	rem	dcp	smc	lds	sme	sma	smv	gdp	cpi
rem	1.0000								
dcp	0.4641	1.0000							
smc	0.1891	0.1492	1.0000						
lds	0.0714	0.2023	0.3141	1.0000					
sme	0.2999	0.4267	0.0982	0.4341	1.0000				
sma	0.0324	0.1462	-0.3694	-0.5942	-0.5639	1.0000			
smv	0.0222	0.2997	0.4004	0.1023	-0.1144	0.0826	1.0000		
gdp	0.5753	0.4790	0.4655	0.3735	0.5242	-0.2701	-0.0451	1.0000	
cpi	-0.1394	0.5188	-0.0786	0.1953	0.0217	0.1556	0.4309	-0.0846	1.0000

PHỤ LỤC 4.3. KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH TÍNH DỪNG

- Tăng trưởng TTBĐS (REM):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = **57**

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(t)	**-2.495**	**-3.570**	**-2.924**	**-2.597**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.1167**

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = **57**, Newey-West lags = **3**

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	**-11.984**	**-19.026**	**-13.356**	**-10.742**
Z(t)	**-2.500**	**-3.570**	**-2.924**	**-2.597**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.1154**

- Sai phân bậc 1 của tăng trưởng TTBĐS (∆REM):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = **56**

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(t)	**-8.947**	**-3.572**	**-2.925**	**-2.598**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0000**

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = 56; Newey-West lags = 3

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	-66.763	-19.008	-13.348	-10.736
Z(t)	-8.967	-3.572	-2.925	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0000**

- Tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = 57

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(t)	-1.624	-3.570	-2.924	-2.597

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.4706**

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = 57; Newey-West lags = 3

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	-8.055	-19.026	-13.356	-10.742
Z(t)	-2.035	-3.570	-2.924	-2.597

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.2715**

- Sai phân bậc 1 của tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (△DCP):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = **56**

	Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller 1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z(t)	**-3.849**	**-3.572**	**-2.925**	**-2.598**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0024**

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = **56**, Newey-West lags = **3**

	Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller 1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z(rho)	**-25.158**	**-19.008**	**-13.348**	**-10.736**
Z(t)	**-3.923**	**-3.572**	**-2.925**	**-2.598**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0019**

- Giá trị vốn hóa TTCK (SMC):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = **57**

	Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller 1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z(t)	**-1.833**	**-3.570**	**-2.924**	**-2.597**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.3644**

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = 57; Newey-West lags = 3

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	-11.713	-19.026	-13.356	-10.742
Z(t)	-2.431	-3.570	-2.924	-2.597

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.1331**

- Sai phân bậc 1 của giá trị vốn hóa TTCK (∆SMC):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = 56

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(t)	-4.889	-3.572	-2.925	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0000**

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = 56; Newey-West lags = 3

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	-35.956	-19.008	-13.348	-10.736
Z(t)	-4.956	-3.572	-2.925	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0000**

- Chênh lệch lãi suất (LDS):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = **57**

	Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller: 1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z(t)	**-2.996**	**-3.570**	**-2.924**	**-2.597**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0353**

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = **57**, Newey-West lags = **3**

	Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller: 1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z(rho)	**-12.812**	**-19.026**	**-13.356**	**-10.742**
Z(t)	**-2.757**	**-3.570**	**-2.924**	**-2.597**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0647**

- Sai phân bậc 1 của chênh lệch lãi suất (△LDS):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = **56**

	Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller: 1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z(t)	**-7.255**	**-3.572**	**-2.925**	**-2.598**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0000**

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = 56; Newey-West lags = 3

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	-39.474	-19.008	-13.348	-10.736
Z(t)	-7.793	-3.572	-2.925	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000

- Hiệu quả TTCK (SME):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = 57

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(t)	-2.920	-3.570	-2.924	-2.597

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0431

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = 57; Newey-West lags = 3

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	-6.565	-19.026	-13.356	-10.742
Z(t)	-2.959	-3.570	-2.924	-2.597

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0389

- Sai phân bậc 1 của hiệu quả TTCK (△SME):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = **56**

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(t)	**-7.533**	**-3.572**	**-2.925**	**-2.598**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0000**

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = **56**, Newey-West lags = **3**

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	**-59.649**	**-19.008**	**-13.348**	**-10.736**
Z(t)	**-7.537**	**-3.572**	**-2.925**	**-2.598**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0000**

- Khả năng tiếp cận tài chính (SMA):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = **57**

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(t)	**-2.084**	**-3.570**	**-2.924**	**-2.597**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.2508**

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = 57; Newey-West lags = 3

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	-7.609	-19.026	-13.356	-10.742
Z(t)	-2.227	-3.570	-2.924	-2.597

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.1964

- Sai phân bậc 1 của khả năng tiếp cận tài chính (∆SMA):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = 56

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(t)	-6.001	-3.572	-2.925	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = 56; Newey-West lags = 3

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	-42.545	-19.008	-13.348	-10.736
Z(t)	-5.956	-3.572	-2.925	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000

- Biến động TTCK (SMV):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = 57

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(t)	-4.109	-3.570	-2.924	-2.597

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0009

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = 57, Newey-West lags = 3

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	-27.351	-19.026	-13.356	-10.742
Z(t)	-4.141	-3.570	-2.924	-2.597

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0008

- Sai phân bậc 1 của biến động TTCK (△SMV):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = 56

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(t)	-12.946	-3.572	-2.925	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = 56, Newey-West lags = 3

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	-78.557	-19.008	-13.348	-10.736
Z(t)	-14.180	-3.572	-2.925	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000

- Tăng trưởng kinh tế (GDP):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = **57**

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(t)	**-2.901**	**-3.570**	**-2.924**	**-2.597**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0453**

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = **57**, Newey-West lags = **3**

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	**-11.620**	**-19.026**	**-13.356**	**-10.742**
Z(t)	**-2.633**	**-3.570**	**-2.924**	**-2.597**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0863**

- Sai phân bậc 1 của tăng trưởng kinh tế (△GDP):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = **56**

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(t)	**-7.621**	**-3.572**	**-2.925**	**-2.598**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0000**

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = 56; Newey-West lags = 3

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	-42.510	-19.008	-13.348	-10.736
Z(t)	-8.312	-3.572	-2.925	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0000**

- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = 57

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(t)	-1.642	-3.570	-2.924	-2.597

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.4612**

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = 57; Newey-West lags = 3

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	-9.619	-19.026	-13.356	-10.742
Z(t)	-2.171	-3.570	-2.924	-2.597

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.2169**

- Sai phân bậc 1 của chỉ số giá tiêu dùng (△CPI):

+ Kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF):

Dickey-Fuller test for unit root — Number of obs = **56**

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(t)	**-4.013**	**-3.572**	**-2.925**	**-2.598**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0013**

+ Kiểm định Phillips-Perron (PP):

Phillips-Perron test for unit root — Number of obs = **56**; Newey-West lags = **3**

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
		Interpolated Dickey-Fuller		
Z(rho)	**-26.034**	**-19.008**	**-13.348**	**-10.736**
Z(t)	**-4.030**	**-3.572**	**-2.925**	**-2.598**

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = **0.0013**

PHỤ LỤC 4.4. KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH ĐỒNG LIÊN KẾT

- Mô hình 1: Tác động của phát triển tài chính đến tăng trưởng TTBĐS (REM).

Pesaran, Shin, and Smith (2001) bounds test

H0: no level relationship — F = **5.220**
Case **3** — t = **-3.152**

Finite sample (**8** variables, **56** observations, **11** short-run coefficients)

Kripfganz and Schneider (2018) critical values and approximate p-values

	10%		5%		1%		p-value	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F	**2.059**	**3.433**	**2.432**	**3.973**	**3.305**	**5.225**	**0.000**	**0.010**
t	**-2.437**	**-4.191**	**-2.795**	**-4.634**	**-3.515**	**-5.521**	**0.023**	**0.351**

- Mô hình 2a: Tác động của tăng trưởng TTBĐS (REM) đến tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP).

Pesaran, Shin, and Smith (2001) bounds test

H0: no level relationship — F = **7.085**
Case **3** — t = **-3.741**

Finite sample (**3** variables, **55** observations, **4** short-run coefficients)

Kripfganz and Schneider (2018) critical values and approximate p-values

	10%		5%		1%		p-value	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F	**2.816**	**3.956**	**3.400**	**4.669**	**4.743**	**6.281**	**0.001**	**0.004**
t	**-2.544**	**-3.428**	**-2.875**	**-3.797**	**-3.537**	**-4.522**	**0.006**	**0.056**

- Mô hình 2b: Tác động của tăng trưởng TTBĐS (REM) đến giá trị vốn hóa TTCK (SMC).

Pesaran, Shin, and Smith (2001) bounds test

H0: no level relationship — F = 3.684
Case 3 — t = -3.271

Finite sample (3 variables, 55 observations, 1 short-run coefficients)

Kripfganz and Schneider (2018) critical values and approximate p-values

	10%		5%		1%		p-value	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F	2.845	3.938	3.429	4.636	4.765	6.204	0.037	0.128
t	-2.568	-3.453	-2.894	-3.815	-3.544	-4.523	0.020	0.136

- Mô hình 2c: Tác động của tăng trưởng TTBĐS (REM) đến chênh lệch lãi suất (LDS).

Pesaran, Shin, and Smith (2001) bounds test

H0: no level relationship — F = 3.137
Case 3 — t = -3.041

Finite sample (3 variables, 55 observations, 3 short-run coefficients)

Kripfganz and Schneider (2018) critical values and approximate p-values

	10%		5%		1%		p-value	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F	2.826	3.950	3.409	4.658	4.750	6.256	0.069	0.213
t	-2.552	-3.436	-2.882	-3.803	-3.540	-4.522	0.035	0.189

- Mô hình 2d: Tác động của tăng trưởng TTBĐS (REM) đến hiệu quả TTCK (SME).

Pesaran, Shin, and Smith (2001) bounds test

H0: no level relationship — F = 3.523
Case 3 — t = -2.124

Finite sample (3 variables, 55 observations, 1 short-run coefficients)

Kripfganz and Schneider (2018) critical values and approximate p-values

	10%		5%		1%		p-value	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F	2.845	3.938	3.429	4.636	4.765	6.204	0.045	0.149
t	-2.568	-3.453	-2.894	-3.815	-3.544	-4.523	0.222	0.539

- Mô hình 2e: Tác động của tăng trưởng TTBĐS (REM) đến khả năng tiếp cận tài chính (SMA).

Pesaran, Shin, and Smith (2001) bounds test

H0: no level relationship — F = 1.381
Case 3 — t = -1.872

Finite sample (3 variables, 55 observations, 2 short-run coefficients)

Kripfganz and Schneider (2018) critical values and approximate p-values

	10%		5%		1%		p-value	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F	2.836	3.944	3.419	4.647	4.757	6.230	0.481	0.756
t	-2.560	-3.444	-2.888	-3.809	-3.542	-4.523	0.318	0.632

- Mô hình 2f: Tác động của tăng trưởng TTBĐS (REM) đến biến động TTCK (SMV).

Pesaran, Shin, and Smith (2001) bounds test

H0: no level relationship — F = **8.546**
Case **3** — t = **-5.521**

Finite sample (**3** variables, **55** observations, **3** short-run coefficients)

Kripfganz and Schneider (2018) critical values and approximate p-values

	10%		5%		1%		p-value	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
F	**2.826**	**3.950**	**3.409**	**4.658**	**4.750**	**6.256**	**0.000**	**0.001**
t	**-2.552**	**-3.436**	**-2.882**	**-3.803**	**-3.540**	**-4.522**	**0.000**	**0.001**

PHỤ LỤC 4.5. KẾT QUẢ MÔ HÌNH 1

- Kết quả phân tích mô hình theo phương pháp ARDL:

ARDL(1,2,2,1,0,2,2,0,2) regression

Sample: 3 - 58	Number of obs	=	56
	R-squared	=	0.7879
	Adj R-squared	=	0.6667
Log likelihood = 226.46487	Root MSE	=	0.0054

D.rem	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
ADJ						
rem						
L1.	-.2626926	.0833336	-3.15	0.003	-.4318688	-.0935164
LR						
dcp						
L1.	.1858127	.0780905	2.38	0.023	.0272805	.3443449
smc						
L1.	.0004887	.0026331	0.19	0.854	-.0048568	.0058343
lds						
L1.	3.285352	1.433379	2.29	0.028	.3754383	6.195266
sme						
L1.	-.0103272	.0209381	-0.49	0.625	-.0528338	.0321795
sma						
L1.	.2051095	.1092405	1.88	0.069	-.0166606	.4268795
smv						
L1.	-.120079	1.236046	-0.10	0.923	-2.629386	2.389228
gdp						
L1.	-.6865825	.5115952	-1.34	0.188	-1.725176	.352011
cpi						
L1.	-.5725799	.180002	-3.18	0.003	-.9380035	-.2071563

SR						
dcp						
D1.	.078713	.0249945	3.15	0.003	.0279714	.1294547
LD.	-.0796464	.031097	-2.56	0.015	-.1427767	-.0165161
smc						
D1.	-.0017002	.0008739	-1.95	0.060	-.0034744	.000074
LD.	.0034938	.0008159	4.28	0.000	.0018374	.0051502
lds						
D1.	.3393103	.1770961	1.92	0.064	-.0202139	.6988345
sme						
D1.	-.0027129	.0054288	-0.50	0.620	-.0137339	.0083081
sma						
D1.	.0424797	.0270401	1.57	0.125	-.0124147	.0973741
LD.	-.0717623	.0299726	-2.39	0.022	-.1326099	-.0109148
smv						
D1.	.2914149	.2089887	1.39	0.172	-.1328547	.7156845
LD.	-.4295478	.1964408	-2.19	0.036	-.8283437	-.0307518
gdp						
D1.	-.1803601	.1145416	-1.57	0.124	-.412892	.0521718
cpi						
D1.	-.1229679	.0576239	-2.13	0.040	-.2399506	-.0059852
LD.	.1281316	.046834	2.74	0.010	.0330536	.2232097
_cons	-.0235478	.0125809	-1.87	0.070	-.0490884	.0019929

- Kết quả kiểm định độ trễ phù hợp:

Selection-order criteria
Sample: 5 - 58 Number of obs = 54

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	1025.32				3.6e-28	-37.6414	-37.5135	-37.3099*
1	1146.05	241.46	81	0.000	8.7e-29	-39.1129	-37.8344	-35.7979
2	1273.94	255.79	81	0.000	1.9e-29	-40.8498	-38.4207	-34.5513
3	1398.44	249*	81	0.000	8.0e-30*	-42.4609*	-38.8812*	-33.179

- Kết quả kiểm định độ trễ tối ưu:

e(lags)[1,9]

	rem	dcp	smc	lds	sme	sma	smv	gdp	cpi
r1	1	2	2	1	0	2	2	0	2

- Kết quả kiểm định White:

```
White's test for Ho: homoskedasticity
         against Ha: unrestricted heteroskedasticity

         chi2(55)     =     56.00
         Prob > chi2  =    0.4371
```

- Kết quả kiểm định Breusch-Godfrey LM:

Breusch-Godfrey LM test for autocorrelation

lags(*p*)	chi2	df	Prob > chi2
2	**4.127**	**2**	**0.1270**

H0: no serial correlation

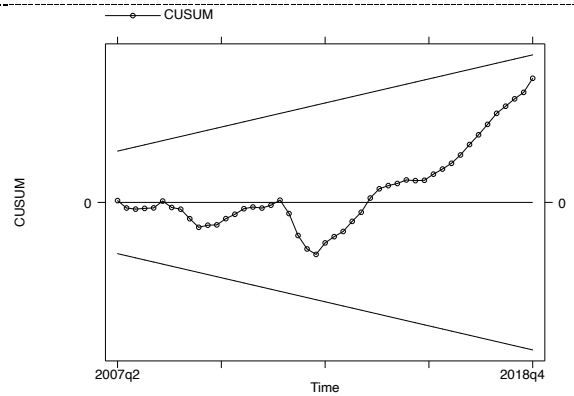
- Kết quả kiểm định Normality:

Skewness/Kurtosis tests for Normality

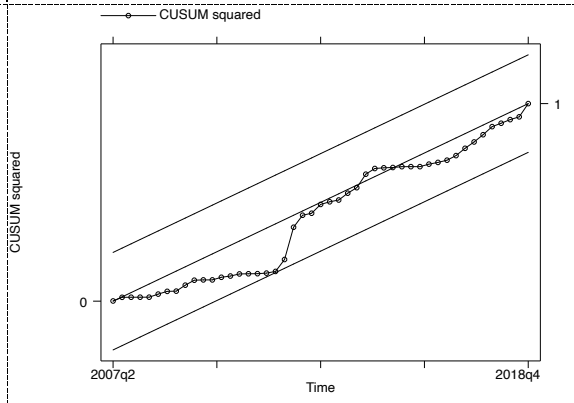
				joint	
Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis) adj	chi2(2)	Prob>chi2
residuals_~m	**56**	**0.5787**	**0.2646**	**1.62**	**0.4447**

- Kết quả kiểm định sự ổn định:

Tổng tích lũy phần dư (CUSUM)



Bình phương tổng tích lũy phần dư (CUSUM squared)



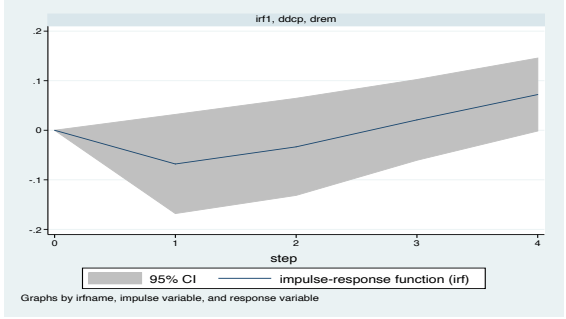
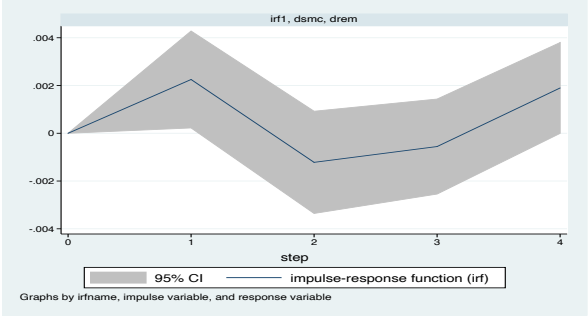
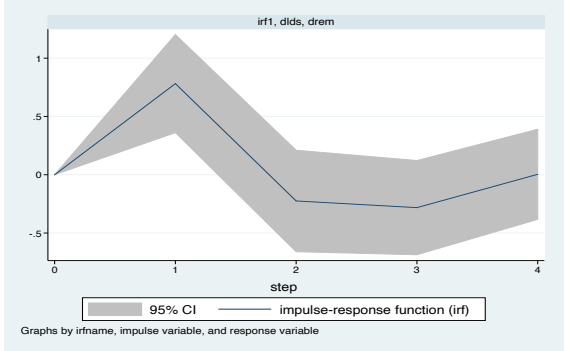
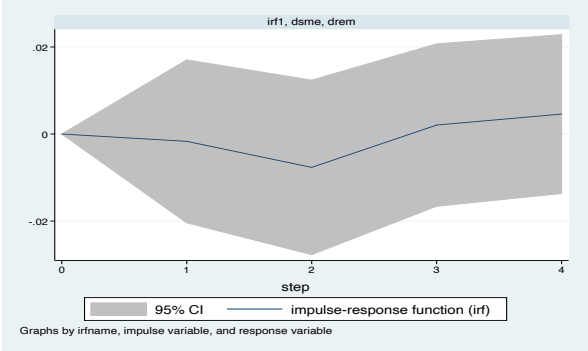
Dải tiêu chuẩn với mức ý nghĩa 5%

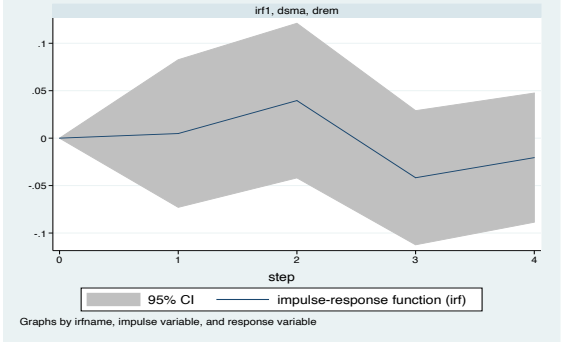
- Kết quả kiểm định Granger:

Granger causality Wald tests

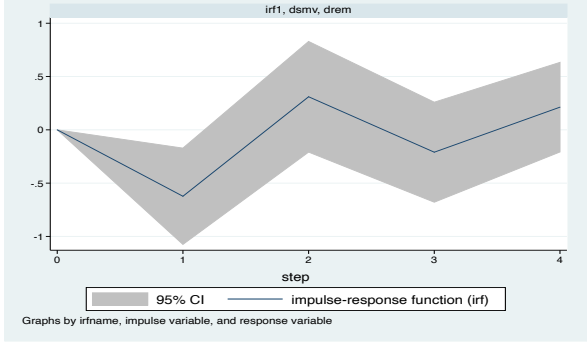
Equation	Excluded	chi2	df	Prob > chi2
drem	ddcp	3.6181	3	0.306
drem	dsmc	6.9519	3	0.073
drem	dlds	14.32	3	0.003
drem	dsme	1.4051	3	0.704
drem	dsma	8.4231	3	0.038
drem	dsmv	10.508	3	0.015
drem	dgdp	1.0778	3	0.782
drem	dcpi	7.0971	3	0.069
drem	ALL	73.921	24	0.000

- Kết quả phân tích phản ứng xung:

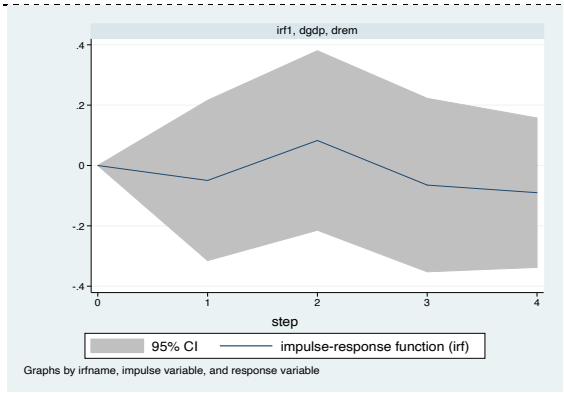
Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △DCP	Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △SMC
	
Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △LDS	Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △SME
	
Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △SMA	Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △SMV

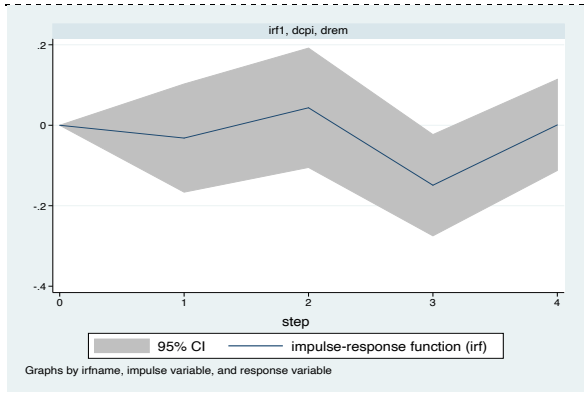


Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △GDP



Phản ứng của △REM trước các cú sốc của △CPI





PHỤ LỤC 4.6. KẾT QUẢ MÔ HÌNH 2A

- Kết quả phân tích mô hình theo phương pháp ARDL:

ARDL(2,0,0,3) regression

Sample:	5 - 58	Number of obs	=	54
		R-squared	=	0.7563
		Adj R-squared	=	0.7130
Log likelihood =	120.1952	Root MSE	=	0.0286

D.dcp	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
ADJ						
dcp						
L1.	-.2279408	.0660299	-3.45	0.001	-.3609318	-.0949498
LR						
rem						
L1.	7.357149	2.084406	3.53	0.001	3.158941	11.55536
gdp						
L1.	3.877889	1.692141	2.29	0.027	.4697414	7.286037
cpi						
L1.	1.838091	.3734483	4.92	0.000	1.085928	2.590255
SR						
dcp						
LD.	.6048312	.1196126	5.06	0.000	.3639189	.8457434
rem						
D1.	1.676994	.4102316	4.09	0.000	.8507457	2.503243
gdp						
D1.	.8839292	.3954639	2.24	0.030	.0874241	1.680434
cpi						
D1.	.2032901	.2353083	0.86	0.392	-.2706451	.6772253
LD.	-.5408162	.2154421	-2.51	0.016	-.9747388	-.1068935
L2D.	-.8211672	.203027	-4.04	0.000	-1.230085	-.4122498
_cons	-.0874428	.0262913	-3.33	0.002	-.1403961	-.0344894

- Kết quả kiểm định độ trễ phù hợp:

Selection-order criteria
Sample: 5 - 58 Number of obs = 54

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	553.684				1.7e-14	-20.3587	-20.3018	-20.2113
1	604.254	101.14	16	0.000	4.7e-15	-21.639	-21.3549	-20.9024*
2	630.933	53.357	16	0.000	3.2e-15	-22.0345	-21.5232	-20.7086
3	656.968	52.071*	16	0.000	2.3e-15*	-22.4062*	-21.6676*	-20.4909

- Kết quả kiểm định độ trễ tối ưu:

e(lags)[1,4]

	dcp	rem	gdp	cpi
r1	2	0	0	3

- Kết quả kiểm định White:

White's test for Ho: homoskedasticity
against Ha: unrestricted heteroskedasticity

chi2(44) = 52.72
Prob > chi2 = 0.1725

- Kết quả kiểm định Breusch-Godfrey LM:

Breusch-Godfrey LM test for autocorrelation

lags(p)	chi2	df	Prob > chi2
3	5.463	3	0.1408

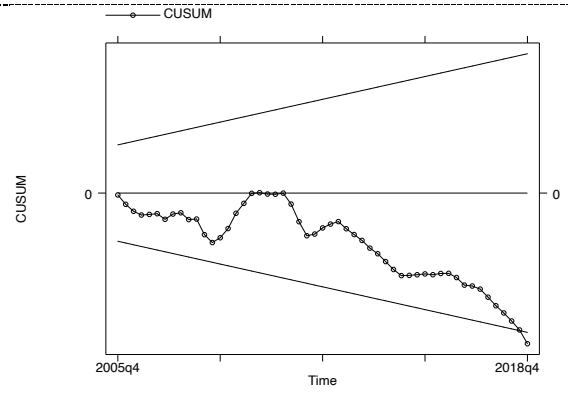
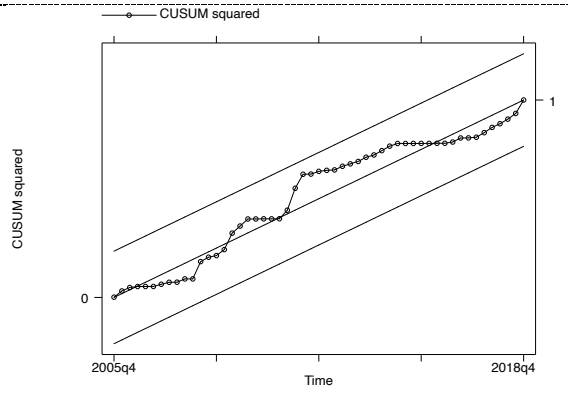
H0: no serial correlation

- Kết quả kiểm định Normality:

Skewness/Kurtosis tests for Normality

				joint	
Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	adj chi2(2)	Prob>chi2
residuals_~p	54	0.5680	0.0716	3.77	0.1517

- Kết quả kiểm định sự ổn định:

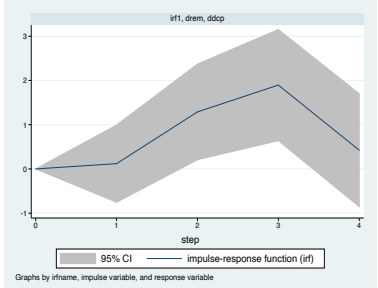
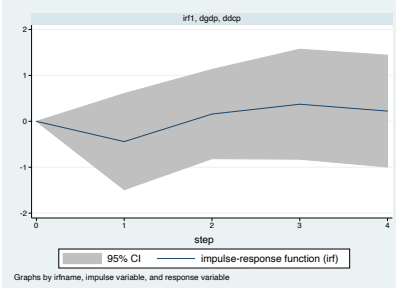
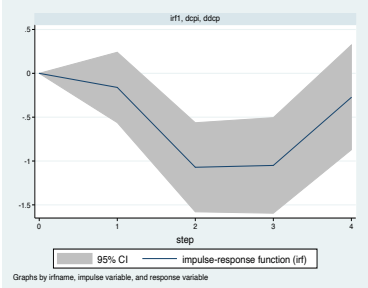
Tổng tích lũy phần dư (CUSUM)	*Bình phương tổng tích lũy phần dư (CUSUM squared)*
	
Dải tiêu chuẩn với mức ý nghĩa 5%	

- Kết quả kiểm định Granger:

Granger causality Wald tests

Equation	Excluded	chi2	df	Prob > chi2
ddcp	drem	16.946	3	0.001
ddcp	dgdp	1.5348	3	0.674
ddcp	dcpi	25.997	3	0.000
ddcp	ALL	40.036	9	0.000

- Kết quả phân tích phản ứng xung:

Phản ứng của △DCP trước các cú sốc của △REM	Phản ứng của △DCP trước các cú sốc của △GDP	Phản ứng của △DCP trước các cú sốc của △CPI
		

PHỤ LỤC 4.7. KẾT QUẢ MÔ HÌNH 2B

- Kết quả kiểm định độ trễ tối ưu:

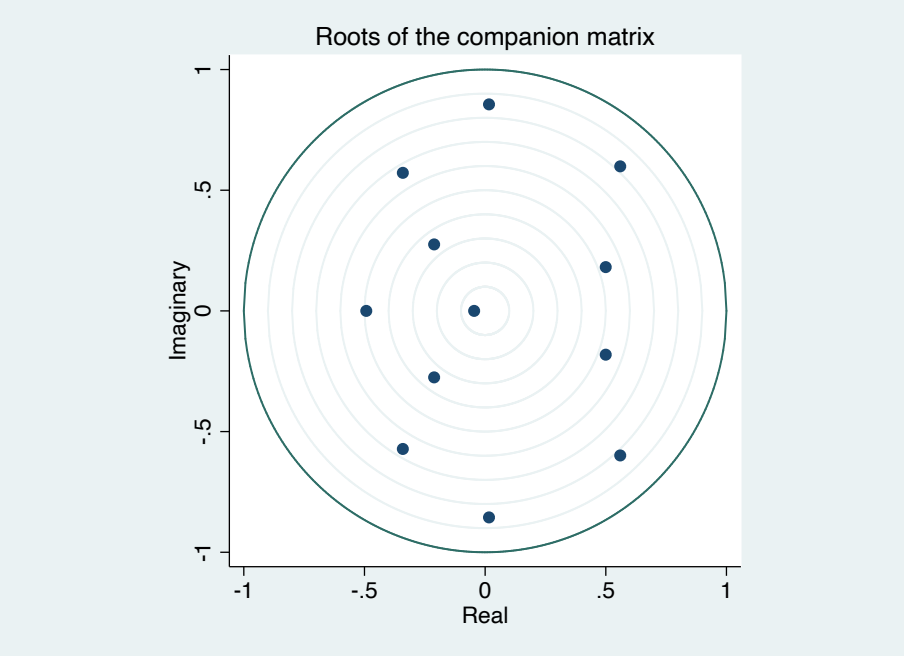
Selection-order criteria
Sample: 5 - 58 Number of obs = 54

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	372.502				1.4e-11	-13.6482	-13.5914	-13.5009*
1	395.355	45.707	16	0.000	1.1e-11	-13.902	-13.6179	-13.1654
2	419.382	48.053	16	0.000	8.1e-12	-14.1993	-13.6879*	-12.8733
3	440.842	42.92*	16	0.000	6.8e-12*	-14.4016*	-13.6629	-12.4862

- Kết quả kiểm định sự ổn định:

Eigenvalue stability condition

Eigenvalue	Modulus
.01606565 + .8556365*i*	.855787
.01606565 - .8556365*i*	.855787
.5597687 + .5989154*i*	.819781
.5597687 - .5989154*i*	.819781
-.3409934 + .5719996*i*	.665928
-.3409934 - .5719996*i*	.665928
.4996534 + .1814796*i*	.53159
.4996534 - .1814796*i*	.53159
-.4925205	.492521
-.2113233 + .2754639*i*	.347186
-.2113233 - .2754639*i*	.347186
-.04557284	.045573

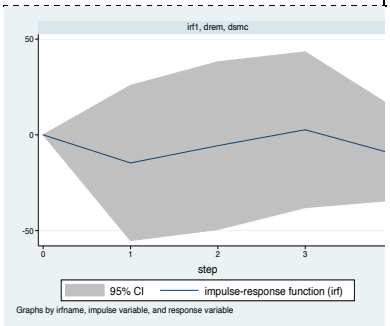
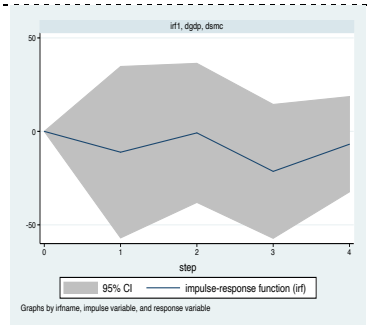
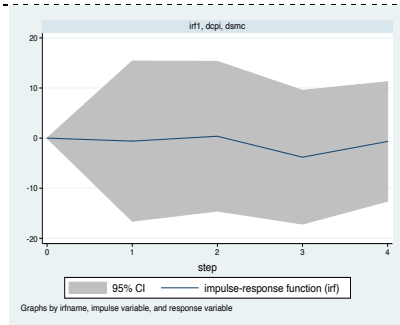


- Kết quả kiểm định Granger:

Granger causality Wald tests

Equation	Excluded	chi2	df	Prob > chi2
dsmc	drem	.59264	3	0.898
dsmc	dgdp	1.9543	3	0.582
dsmc	dcpi	.44708	3	0.930
dsmc	ALL	2.868	9	0.969

- Kết quả phân tích phản ứng xung:

Phản ứng của △SMC trước các cú sốc của △REM	Phản ứng của △SMC trước các cú sốc của △GDP	Phản ứng của △SMC trước các cú sốc của △CPI
		

PHỤ LỤC 4.8. KẾT QUẢ MÔ HÌNH 2C

- Kết quả kiểm định độ trễ tối ưu:

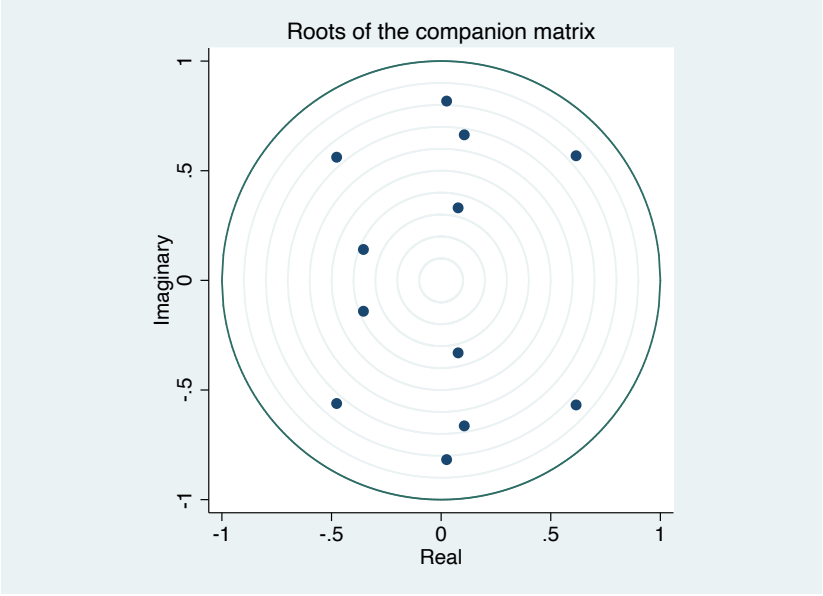
Selection-order criteria
Sample: 5 - 58 Number of obs = 54

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	671.872				2.1e-16	-24.736	-24.6792	-24.5887*
1	692.679	41.615	16	0.000	1.8e-16	-24.9141	-24.63	-24.1774
2	723.169	60.98	16	0.000	1.1e-16	-25.4507	-24.9393	-24.1247
3	745.777	45.215*	16	0.000	8.5e-17*	-25.6954*	-24.9568*	-23.7801

- Kết quả kiểm định sự ổn định:

Eigenvalue stability condition

Eigenvalue	Modulus
.6156158 + .5682192*i*	.837768
.6156158 - .5682192*i*	.837768
.02502598 + .8175887*i*	.817972
.02502598 - .8175887*i*	.817972
-.4765618 + .5615855*i*	.736539
-.4765618 - .5615855*i*	.736539
.1055173 + .6637166*i*	.672052
.1055173 - .6637166*i*	.672052
-.3544239 + .1408603*i*	.381389
-.3544239 - .1408603*i*	.381389
.0774406 + .3306829*i*	.33963
.0774406 - .3306829*i*	.33963

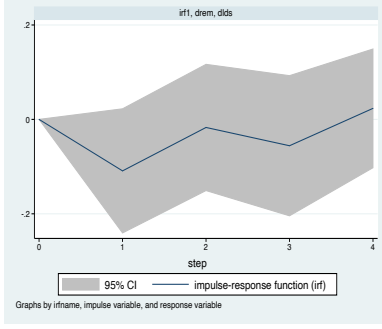
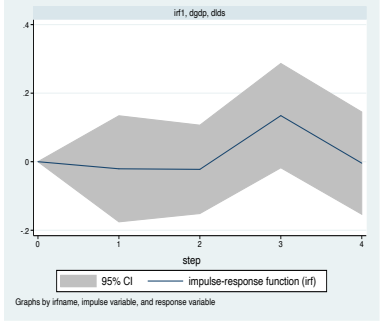
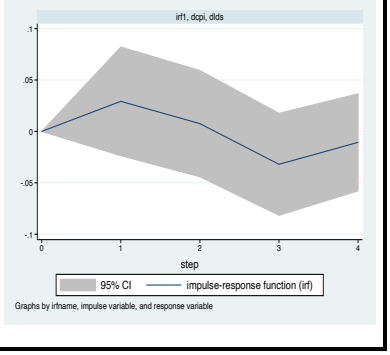


- Kết quả kiểm định Granger:

Granger causality Wald tests

Equation	Excluded	chi2	df	Prob > chi2
dlds	drem	6.1164	3	0.106
dlds	dgdp	4.071	3	0.254
dlds	dcpi	2.4467	3	0.485
dlds	ALL	11.83	9	0.223

- Kết quả phân tích phản ứng xung:

Phản ứng của △LDS trước các cú sốc của △REM	Phản ứng của △LDS trước các cú sốc của △GDP	Phản ứng của △LDS trước các cú sốc của △CPI
		

PHỤ LỤC 4.9. KẾT QUẢ MÔ HÌNH 2D

- Kết quả kiểm định độ trễ tối ưu:

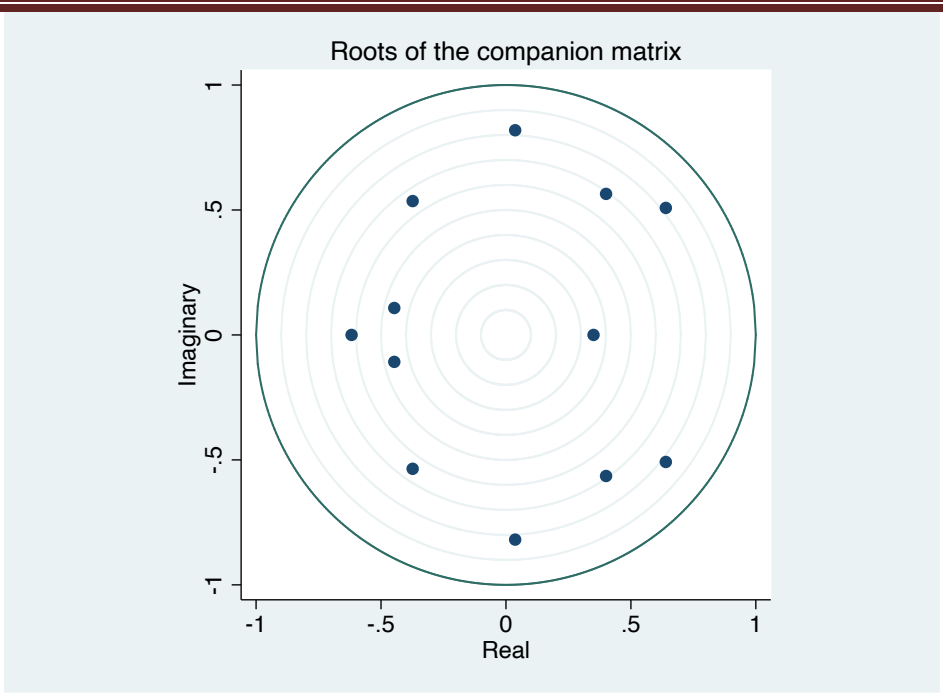
Selection-order criteria
Sample: 5 - 58 Number of obs = 54

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	507.103				9.5e-14	-18.6334	-18.5766*	-18.4861*
1	522.24	30.273	16	0.017	9.8e-14	-18.6015	-18.3174	-17.8648
2	546.852	49.225	16	0.000	7.2e-14	-18.9205	-18.4091	-17.5945
3	567.636	41.568*	16	0.000	6.2e-14*	-19.0976*	-18.359	-17.1823

- Kết quả kiểm định sự ổn định:

Eigenvalue stability condition

Eigenvalue	Modulus
.03682989 + .819017*i*	.819845
.03682989 - .819017*i*	.819845
.6398455 + .5082848*i*	.817163
.6398455 - .5082848*i*	.817163
.4006573 + .56443*i*	.692176
.4006573 - .56443*i*	.692176
-.3733678 + .5356563*i*	.65294
-.3733678 - .5356563*i*	.65294
-.6178477	.617848
-.4469521 + .1077679*i*	.459761
-.4469521 - .1077679*i*	.459761
.3505135	.350514

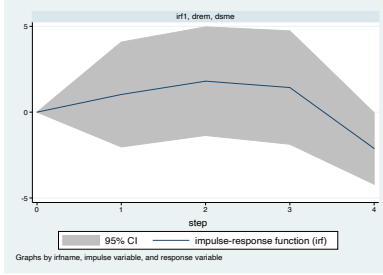
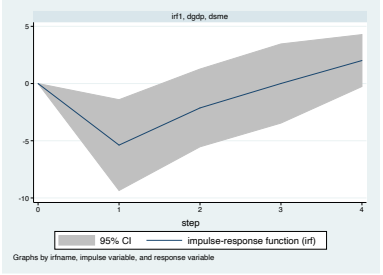
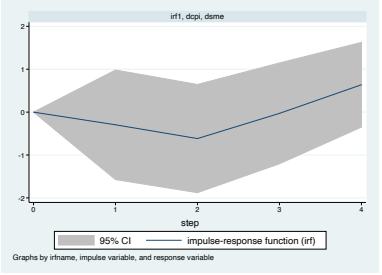


- Kết quả kiểm định Granger:

Granger causality Wald tests

Equation	Excluded	chi2	df	Prob > chi2
dsme	drem	5.9561	3	0.114
dsme	dgdp	11.204	3	0.011
dsme	dcpi	2.5536	3	0.466
dsme	ALL	17.752	9	0.038

- Kết quả phân tích phản ứng xung:

Phản ứng của △SME trước các cú sốc của △REM	Phản ứng của △SME trước các cú sốc của △GDP	Phản ứng của △SME trước các cú sốc của △CPI
		

PHỤ LỤC 4.10. KẾT QUẢ MÔ HÌNH 2E

- Kết quả kiểm định độ trễ tối ưu:

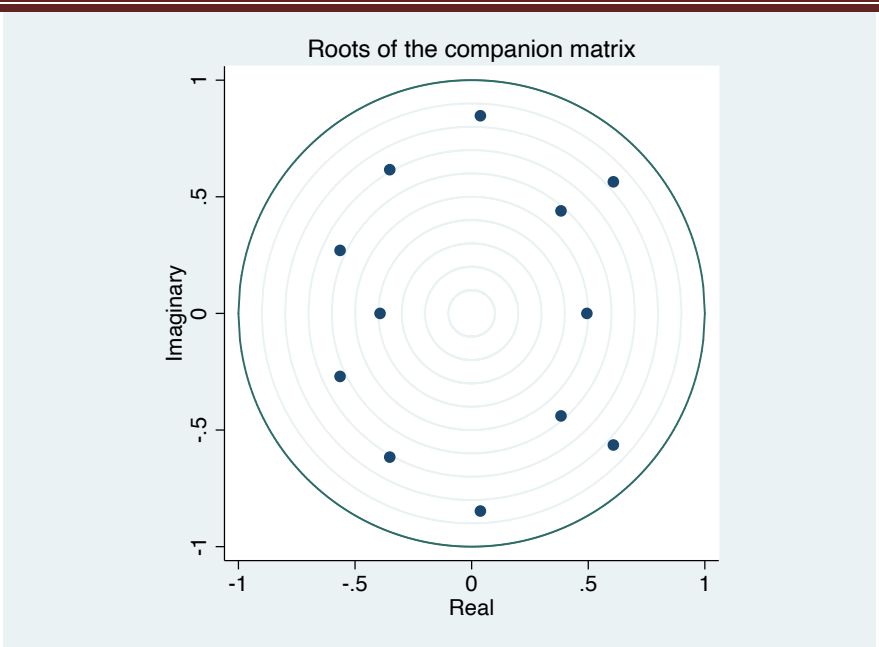
Selection-order criteria
Sample: 5 - 58 Number of obs = 54

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	566.442				1.1e-14	-20.8312	-20.7744	-20.6839*
1	588.437	43.989	16	0.000	8.5e-15	-21.0532	-20.7691	-20.3166
2	611.132	45.391	16	0.000	6.7e-15	-21.3012	-20.7898*	-19.9752
3	630.712	39.159*	16	0.001	6.0e-15*	-21.4338*	-20.6951	-19.5185

- Kết quả kiểm định sự ổn định:

Eigenvalue stability condition

Eigenvalue	Modulus
.03751889 + .8473988*i*	.848229
.03751889 - .8473988*i*	.848229
.6076687 + .5641992*i*	.829206
.6076687 - .5641992*i*	.829206
-.3511684 + .6161582*i*	.709204
-.3511684 - .6161582*i*	.709204
-.5641492 + .2701562*i*	.625499
-.5641492 - .2701562*i*	.625499
.3830916 + .439504*i*	.583029
.3830916 - .439504*i*	.583029
.4940659	.494066
-.3927447	.392745

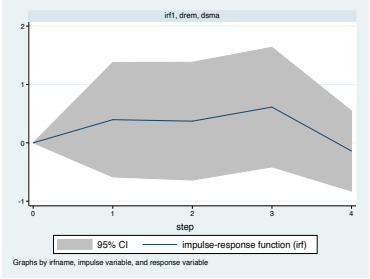
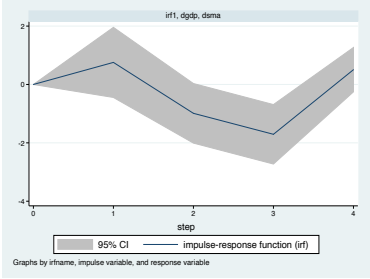
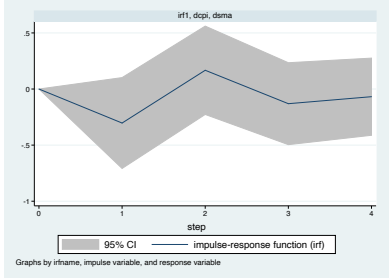


- Kết quả kiểm định Granger:

Granger causality Wald tests

Equation	Excluded	chi2	df	Prob > chi2
dsma	drem	1.4609	3	0.691
dsma	dgdp	17.972	3	0.000
dsma	dcpi	4.4912	3	0.213
dsma	ALL	23.744	9	0.005

- Kết quả phân tích phản ứng xung:

Phản ứng của △SMA trước các cú sốc của △REM	Phản ứng của △SMA trước các cú sốc của △GDP	Phản ứng của △SMA trước các cú sốc của △CPI
		

PHỤ LỤC 4.11. KẾT QUẢ MÔ HÌNH 2F

- Kết quả phân tích mô hình theo phương pháp ARDL:

ARDL(1,1,0,2) regression

Sample: 4 - 58 | Number of obs = 55
R-squared = 0.5096
Adj R-squared = 0.4366
Log likelihood = 225.92397 | Root MSE = 0.0043

D.smv	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
ADJ						
smv						
L1.	-.6355563	.1151231	-5.52	0.000	-.8671541	-.4039586
LR						
rem						
L1.	.0910551	.0894051	1.02	0.314	-.0888048	.270915
gdp						
L1.	.0699303	.088761	0.79	0.435	-.1086337	.2484943
cpi						
L1.	.0836813	.0189577	4.41	0.000	.0455433	.1218192
SR						
rem						
D1.	.2496917	.0720293	3.47	0.001	.1047875	.3945959
gdp						
D1.	.0444446	.0561795	0.79	0.433	-.0685739	.1574632
cpi						
D1.	.053113	.0270687	1.96	0.056	-.0013422	.1075682
LD.	-.073611	.0285638	-2.58	0.013	-.131074	-.016148
_cons	-.0004171	.0037327	-0.11	0.911	-.0079263	.007092

- Kết quả kiểm định độ trễ phù hợp:

Selection-order criteria
Sample: 5 - 58 Number of obs = 54

lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	673.143				2.0e-16	-24.7831	-24.7263	-24.6357*
1	696.249	46.211	16	0.000	1.6e-16	-25.0462	-24.7621	-24.3096
2	726.453	60.409	16	0.000	9.3e-17*	-25.5723	-25.061*	-24.2463
3	742.522	32.137*	16	0.010	9.5e-17	-25.5749*	-24.8362	-23.6596

- Kết quả kiểm định độ trễ tối ưu:

e(lags)[1,4]

	smv	rem	gdp	cpi
r1	1	1	0	2

- Kết quả kiểm định White:

White's test for Ho: homoskedasticity
against Ha: unrestricted heteroskedasticity

chi2(35) = 28.53
Prob > chi2 = 0.7719

- Kết quả kiểm định Breusch-Godfrey LM:

Breusch-Godfrey LM test for autocorrelation

lags(*p*)	chi2	df	Prob > chi2
3	3.354	3	0.3402

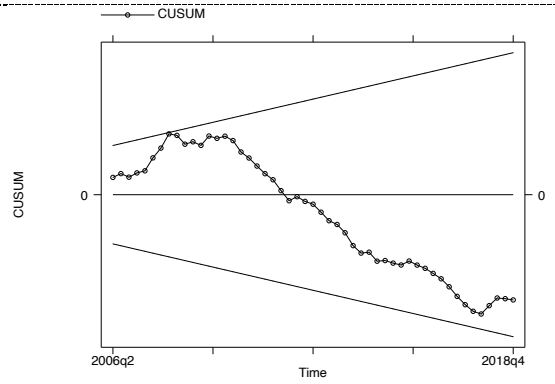
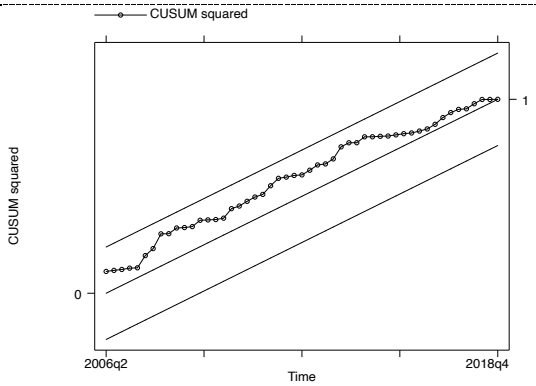
H0: no serial correlation

- Kết quả kiểm định Normality:

Skewness/Kurtosis tests for Normality

				joint	
Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	adj chi2(2)	Prob>chi2
residuals_~v	56	0.5515	0.4521	0.95	0.6212

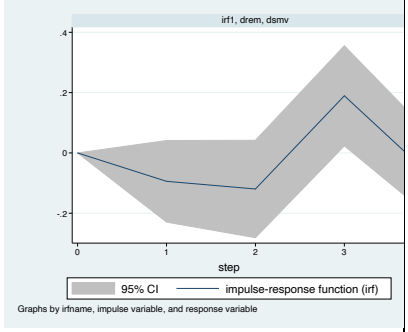
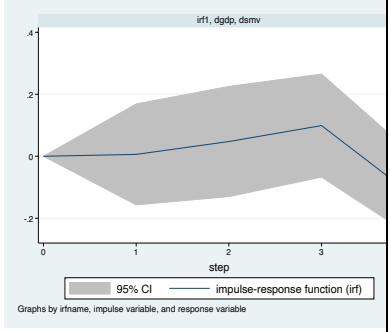
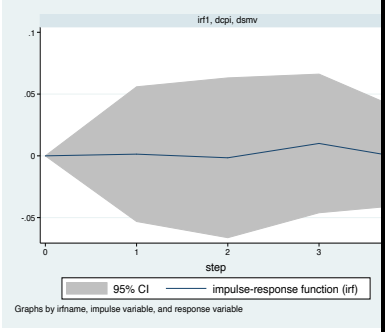
- Kết quả kiểm định sự ổn định:

Tổng tích lũy phần dư (CUSUM)	*Bình phương tổng tích lũy phần dư (CUSUM squared)*
	
Dải tiêu chuẩn với mức ý nghĩa 5%	

- Kết quả kiểm định Granger:

Granger causality Wald tests

Equation	Excluded	chi2	df	Prob > chi2
dsmv	drem	10.348	3	0.016
dsmv	dgdp	6.0057	3	0.111
dsmv	dcpi	.27129	3	0.965
dsmv	ALL	16.596	9	0.055

- Kết quả phân tích phản ứng xung:

Phản ứng của △SMV trước các cú sốc của △REM	Phản ứng của △SMV trước các cú sốc của △GDP	Phản ứng của △SMV trước các cú sốc của △CPI