

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**

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

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Thành phố Hồ Chí Minh – Năm 2021

Công trình được hoàn thành tại: **Trường Đại học Tài chính – Marketing**
Người hướng dẫn khoa học 1: **PGS.TS. Nguyễn Thị Mỹ Linh**
Người hướng dẫn khoa học 2: **TS. Phạm Thị Thanh Xuân**

Phản biện độc lập 1:
Phản biện độc lập 2:

Phản biện 1:
Phản biện 2:
Phản biện 3:

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án cấp trường họp tại....
.....

Vào hồi.....giờ.....ngày.....tháng.....năm.....
Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện:

CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU

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 thị trường chứng khoán (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.

Tác động của phát triển tài chính đến thị trường bất động sản (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).

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 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.

Tại Việt Nam, phát triển tài chính còn nhiều hạn chế. Đối với TTBD&S 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 TTBD&S. 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 và TTBD&S. 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 TTBD&S 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 TTBD&S 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 TTBD&S Việt Nam. Đây sẽ là bằng chứng thực nghiệm quan trọng để có cơ sở đề xuất các hàm ý chính sách nhằm thúc đẩy phát triển tài chính gắn với TTBD&S 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: (1) Nghiên cứu mối quan hệ giữa độ sâu tài chính và TTBD&S Việt Nam; (2) Nghiên cứu mối quan hệ giữa hiệu quả tài chính và TTBD&S Việt Nam; (3) Nghiên cứu mối quan hệ giữa khả năng tiếp cận tài chính và TTBD&S Việt Nam; (4) Nghiên cứu mối quan hệ giữa ổn định tài chính và TTBD&S Việt Nam.

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 TTBD&S 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.

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 TTBD&S.

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 TTBD&S 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. Khoảng thời gian phân tích được tác giả 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. Đối với phương pháp phân tích định lượng, 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) / độ trễ phân phối tự hồi quy (ARDL).

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. Tác giả thu thập dữ liệu từ nguồn của Tổng cục Thống kê Việt Nam (GSO), IFS (IMF – Quỹ Tiền tệ quốc tế), 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 ngân hàng thương mại (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, 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 TTBD&S. 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 tập trung nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBD. 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, đây là điểm mới của đề tài luận án này so với các nghiên cứu trước.

- 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 TTBD. Cơ chế tác động này sẽ được giải thích dựa trên cơ sở lý thuyết hiệu ứng của cải và hiệu ứng tín dụng.

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 tồn tại, 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 TTBD Việt Nam. Tại Việt Nam, còn thiếu vắng các nghiên cứu thực nghiệm về vấn đề này. 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.

- 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.

- 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 TTBD 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.

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 2. Tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu trước; Chương 3. Phương pháp nghiên cứu; Chương 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận; Chương 5. Kết luận và hàm ý chính sách.

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

2.1. Tổng quan lý thuyết về phát triển tài chính

2.1.1. Khái niệm tài chính

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.

2.1.2. Khái niệm phát triển tài chính

Phát triển tài chính có thể được hiểu 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

Phát triển tài chính được đo lường 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

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 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. Tuy nhiên, chỉ số mang tính tổng quát nhất và thường được sử dụng là chỉ số tăng trưởng TTBĐS. Chỉ số này được đo lường thông qua tăng trưởng về tiêu dùng và đầu tư vào TTBĐS của toàn bộ nền kinh tế trong một khoảng thời gian nhất định.

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 TT BĐS. 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 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 TT BĐS cũng tăng lên, điều này sẽ làm cho TT BĐS 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 TT BĐS giảm sút. Do vậy, phát triển tài chính có tác động không nhỏ đến TT BĐS.

2.3.2. Lý thuyết hiệu ứng tín dụng

Lý thuyết hiệu ứng tín dụng (credit effect) có thể giải thích tác động của TT BĐS đến phát triển tài chính. TT BĐS có ảnh hưởng đáng kể đến khả năng tiếp cận vốn vay của những người nắm giữ bất động sản (Kapopoulos & Siokis, 2005). Do vậy, khi TT BĐS 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. Điều này cũng tác động đáng kể đến phát triển tài chính thông qua TTCK. Do vậy, TT BĐS có thể tác động đáng kể đến phát triển tài chính.

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

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 TT BĐS, 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.

Đối với 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: (1) Chưa có sự thống nhất về cách đo lường phát triển tài chính; (2) Hầu hết các nghiên cứu trước chỉ mới dừng lại ở việc kiểm định mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBD, số lượng các nghiên cứu thực nghiệm ứng dụng lý thuyết hiệu ứng của cải và hiệu ứng tụt đọng vào việc giải thích mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBD chưa nhiều; (3) 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 TTBD ở các quốc gia đang phát triển; (4) 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 TTBD.

CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Phương pháp tiếp cận

3.2. Giả thuyết nghiên cứu và mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBD Việt Nam do tác giả đề xuất có dạng như sau:

- Tác động của phát triển tài chính đến TTBD:
 $REM = f(FD, GDP, CPI)$
- Tác động của TTBD đến phát triển tài chính:
 $FD = f(REM, GDP, CPI)$

Tác động của phát triển tài chính đến TTBD được thể hiện thông qua mô hình 1. Phát triển tài chính 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 TTBD 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).

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.

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

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.

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 định lượng. Đối với phương pháp phân tích định lượng, 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) / độ trễ phân phối tự hồi quy (ARDL).

Với đặc thù của Việt Nam, dữ liệu chuỗi thời gian về phát triển tài chính và TTBDs 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 kỳ vọng 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 đồng liên kết, tác giả sẽ sử dụng phương pháp VAR để phân tích.

CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

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

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 TTBDS 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

TTBDS Việt Nam còn khá 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. TTBDS Việt Nam còn gặp phải một số hạn chế và khó khăn như: (1) TTBDS gặp nhiều khó khăn khi tiếp cận vốn; (2) Mất cân đối giữa cung và cầu trên TTBDS; (3) Thông tin dữ liệu về TTBDS còn nhiều hạn chế.

4.2. Kết quả mô hình nghiên cứu

4.2.1. Thống kê mô tả và phân tích tương quan

Kết quả phân tích 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 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. Kết quả phân tích cho thấy các biến LDS, SME, SMV và 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. 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 phân tích 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

Qua quá trình phân tích các mô hình nghiên cứu, mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBĐS được tổng hợp ở bảng 4.16 sau 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 \Rightarrow REM	✓	x	Chấp nhận
	REM \Rightarrow DCP	✓	✓	Chấp nhận
	SMC \Rightarrow REM	x	✓	Chấp nhận
	REM \Rightarrow SMC	x	x	Bác bỏ
Hiệu quả tài chính và TTBĐS	LDS \Rightarrow REM	✓	✓	Chấp nhận
	REM \Rightarrow LDS	x	x	Bác bỏ
	SME \Rightarrow REM	x	x	Bác bỏ
	REM \Rightarrow SME	x	x	Bác bỏ
Khả năng tiếp cận tài chính và TTBĐS	SMA \Rightarrow REM	✓	✓	Chấp nhận
	REM \Rightarrow SMA	x	x	Bác bỏ
Biến động TTCK và TTBĐS	SMV \Rightarrow REM	x	✓	Chấp nhận
	REM \Rightarrow 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 REM. Trong

ngắn hạn, tồn tại tác động một chiều từ 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 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 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 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 REM trong ngắn hạn. Hay nói cách khác, ổn định tài chính thông qua TTCK có mối quan hệ mật thiết với TTBĐS.

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, REM 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 REM trong dài hạn. Trong ngắn hạn, 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 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 TTBD:

+ **Tác động của tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân đến TTBD:** trong dài hạn, tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (DCP) có tác động cùng chiều đến 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 TTBD của họ cũng tăng lên, làm cho TTBD 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 TTBD. 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 TTBD. 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 TTBD 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 TTBD tăng trưởng trở lại. Vậy, tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân có tác động kích thích TTBD 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 TTBD, làm cho TTBD 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 TTBD:** giá trị vốn hóa TTCK (SMC) có tác động cùng chiều đến 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 TTBD 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 TTBD.

- Tác động của TTBĐS đến độ sâu tài chính:

Kết quả nghiên cứu cho thấy, 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). 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 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. 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 TTBDĐ (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. Môi 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 REM trong cả ngắn hạn và dài hạn, tác động này phù hợp với hiệu ứng của cải, đây là phát hiện mới của đề tài luận án này so với các nghiên cứu trước. Do vậy, khả năng tiếp cận tài chính có vai trò kích thích TTBDĐ phát triển. 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, qua đó 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 TTBDĐ 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 TTBDĐ. Điều này sẽ làm cho TTBDĐ 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 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 TTBDĐ, 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 Srianthakumar (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 TTBDĐ:** khi TTCK biến động nhiều (ổn định tài chính thấp) sẽ kích thích TTBDĐ phát triển. Bởi vì, trường hợp TTCK biến động theo xu hướng tăng trưởng cao, sẽ thúc đẩy lượng vốn đầu tư vào TTBDĐ, làm cho TTBDĐ gia tăng. Tuy nhiên, nếu lượng vốn vào TTBDĐ gia tăng quá mức và không được kiểm soát tốt thì có thể tiềm ẩn nhiều rủi ro cho TTBDĐ,

làm cho TTBD&S 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 tác động 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 TTBD&S, làm cho TTBD&S gia tăng.

- **Tác động của TTBD&S đến ổn định tài chính:** khi TTBD&S tăng trưởng, sẽ là tín hiệu để kích thích TTCK hoạt động sôi động hơn. Tuy nhiên, những tác động này chỉ thể hiện rõ trong ngắn hạn. Bởi vì, TTBD&S 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 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

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, xu hướng tác động chủ yếu là cùng chiều. Trong khi đó, REM bị tác động ngược chiều bởi biến kiểm soát chỉ số giá tiêu dùng (CPI). Điều này cho thấy, kinh tế vĩ mô thuận lợi sẽ tạo điều kiện để cải thiện phát triển tài chính. Tuy nhiên, chỉ số giá tiêu dùng gia tăng có thể dẫn đến sự bất ổn cho TTCK. Đối với TTBD&S, chỉ số giá tiêu dùng gia tăng có thể kìm hãm sự phát triển của thị trường này.

CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

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 TTBD&S, đồng thời lược khảo các nghiên cứu trước có liên quan. Trên cơ sở đó, tác giả xác định phương pháp nghiên cứu, xây dựng mô hình nghiên cứu về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBD&S Việt Nam. Sau khi nghiên cứu, tác giả đã thực hiện được mục tiêu tổng quát là nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính và TTBD&S Việt Nam. Mục tiêu tổng quát này thực hiện trên cơ sở đạt được các mục tiêu cụ thể của đề tài luận án.

Nhìn chung, kết quả nghiên cứu cho thấy phát triển tài chính có mối quan hệ mật thiết với TTBD&S 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) có tác động ngược chiều đến TTBDĐ trong cả ngắn hạn và dài hạn. Kết quả nghiên cứu 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 TTBDĐ 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 TTBDĐ. Vậy, phát triển tài chính có vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy TTBDĐ phát triển. Ở Việt Nam, nguồn vốn vào TTBDĐ 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 TTBDĐ. Do đó, khi nguồn vốn từ khu vực ngân hàng và TTCK vào TTBDĐ gia tăng, TTBDĐ sẽ phát triển. Ngược lại, nếu nguồn vốn từ khu vực tài chính vào TTBDĐ giảm sút, TTBDĐ 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 TTBDĐ. Đặc biệt, cần khắc phục tình trạng khi TTBDĐ phát triển, khu vực ngân hàng thường đẩy mạnh cho vay bất động sản, làm cho TTBDĐ tăng trưởng “quá nóng” và có thể xuất hiện bong bóng trên thị trường này. Khi TTBDĐ gặp khủng hoảng và giảm sút, khu vực ngân hàng thường giảm mạnh cho vay bất động sản, làm cho TTBDĐ giảm sâu hơn. Điều này dẫn đến hệ quả là khu vực tài chính và TTBDĐ 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 TTBDĐ. Khi đó, TTBDĐ 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 TTBDĐ 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 TTBDĐ 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.
 - + 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”.
 - + Các NHTM cần nghiên cứu và phát triển sản phẩm “tiết kiệm mua nhà”.
 - + 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.
 - + 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.

- 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 TTBD. 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 TTBD bị tác động chủ yếu bởi hiệu quả tài chính thông qua khu vực ngân hàng. Do đó, 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. 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. Ngoài ra, các NHTM cần đa dạng hóa nguồn thu nhập, 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.

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 TT BĐS 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.

- Gia tăng số lượng các doanh nghiệp bất động sản được niêm yết trên TTCK.

- Hình thành và phát triển các quỹ đầu tư bất động sản.

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 TT BĐS. Do vậy, khi TTCK tăng trưởng cao, lượng vốn vào TT BĐS sẽ gia tăng, qua đó sẽ kích thích TT BĐS phát triển. Khi TTCK biến động theo xu hướng giảm, có thể xảy ra hiện tượng chuyển vốn đầu tư từ TTCK sang TT BĐS. Do đó, để TTCK và TT BĐS 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 TT BĐS. 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).

- 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 TT BĐS 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, TT BĐS có vai trò thúc đẩy khu vực ngân hàng phát triển. Đồng thời, tác giả còn tìm thấy tác động của TT BĐS đến ổn định tài chính thông qua TTCK trong ngắn hạn. Thực tế cho thấy, nếu TT BĐS phát triển tốt, sẽ tạo ra tín hiệu tích cực để giúp TTCK trở nên sôi động hơn. Tuy nhiên, nếu TT BĐS 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 TT BĐS tại Hoa Kỳ) là một minh chứng cho sự tác động này. Do vậy, TT BĐS cần phát triển một cách ổn định và bền vững, tránh nguy cơ xuất hiện bong bóng bất động sản. Dựa trên cơ sở kết quả nghiên cứu, tác giả đề xuất một số hàm ý chính sách nhằm phát triển TT BĐS gắn với phát triển tài chính như sau:

- **Nâng cao khả năng tiếp cận vốn của TT BĐS:** Nâng cao năng lực của các chủ thể tham gia TT BĐS 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 từ nguồn vốn tín dụng và từ TTCK. 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 TT BĐS:** cần tiếp tục tái cơ cấu TT BĐS, 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 TT BĐS. Qua đó, sẽ giúp TT BĐS 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 TT BĐS:** xây dựng hệ thống thông tin dữ liệu đảm bảo tin cậy, công khai và minh bạch về TT BĐS, 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 TT BĐS. Đồng thời, cần nâng cao công tác dự báo TT BĐS 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 TTBDŞ 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 TTBDŞ 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 TTBDŞ có mối quan hệ mật thiết với nhau. Đồng thời, phát triển tài chính và TTBDŞ còn bị tác động đáng kể bởi các biện pháp 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 TTBDŞ 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 TTBDŞ phát triển.

- Tăng cường giải pháp nhằm phát triển TTBDŞ một cách bền vững.

- Nâng cao công tác dự báo diễn biến nền kinh tế.

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.

- Tăng cường công tác thanh tra, giám sát đối với hoạt động cấp tín dụng, đặc biệt là đối với hoạt động cấp tín dụng để đầu tư và kinh doanh bất động sản.

- Xây dựng hệ thống thông tin dữ liệu về TTBDŞ: Ngân hàng Nhà nước cần xây dựng hệ thống thông tin dữ liệu về TTBDŞ, trong đó đặc biệt coi trọng công tác dự báo rủi ro trên TTBDŞ để các NHTM tham khảo. 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 TTBDŞ 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.

- 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.

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 cũng có một số hạn chế nhất định, chẳng hạn như:

- TTBD&S 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. Mặt khác, 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.

- 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.

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