

BỘ TÀI CHÍNH
TRƯỜNG ĐẠI HỌC TÀI CHÍNH - MARKETING

LỮ XUÂN TRANG

**MỐI QUAN HỆ GIỮA NIỀM TIN TIÊU DÙNG VÀ
CHỈ SỐ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TẠI CÁC QUỐC GIA
CÓ THU NHẬP TRUNG BÌNH.**

Chuyên ngành : Tài chính – ngân hàng

Mã số: 9340201

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Thành phố Hồ Chí Minh – Năm 2024

Công trình được hoàn thành tại:

Người hướng dẫn khoa học 1:

Người hướng dẫn khoa học 2:

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 TỔNG QUAN

1. Lý do lựa chọn đề tài nghiên cứu

Thời kỳ những năm 1875 đến năm 1913 là thời kỳ huy hoàng của thị trường chứng khoán thế giới cùng với sự phát triển thịnh vượng của nền kinh tế. Nhưng vào những năm từ 1929 đến 1939 thị trường chứng khoán lại rơi vào khủng hoảng như sự sụp đổ tàn khốc của phố Wall, rồi đến ngày thứ hai đen tối năm 1987. Đến năm 2008 thì cuộc khủng hoảng tài chính đã diễn ra, cũng vào thời điểm đó, năm 2007 tại Việt Nam, thị trường chứng khoán lại “nóng” đến mức hệ thống máy chủ của thị trường chứng khoán Tp.HCM phải ngừng phiên giao dịch vào sáng 2/2/2007. Vậy nguyên nhân do đâu? Có phải do thông tin không đủ hay do có quá nhiều thông tin là nguyên nhân làm cho nhà đầu tư thay đổi ý định đầu tư, thúc đẩy sự lây nhiễm đám đông và hiệu ứng bầy đàn trong đầu tư, tình trạng này làm gây mất cân đối cho thị trường về lâu dài. Chẳng hạn như giai đoạn gần đây, chỉ số niềm tin tiêu dùng của Mỹ do tổ chức Conference Board công bố trong tháng 10/2021 là 113,8 điểm, tăng một cách đột biến so với mức 109,8 điểm của tháng 9/2021, vì tổ chức Conference Board cho rằng kết quả này là do nỗi lo về sự lây lan của biến thể Delta của đại dịch Covid 19 đã giảm, và tỷ lệ người tiêu dùng sẵn sàng chi tiền mua những món hàng lớn đã tăng trong tháng 10/2021. Điều này cho thấy chỉ tiêu cho tiêu dùng sẽ thúc đẩy tăng trưởng. Bởi vì niềm tin tiêu dùng là thước đo rất quan trọng đối với nền kinh tế Mỹ nói chung và với cả thị trường chứng khoán nói riêng. Người dân yên tâm vào thu nhập trong tương lai, nên sẽ tự tin chi tiêu nhiều hơn, từ đó giúp thúc đẩy nền kinh tế. Thậm chí bất chấp biến thể Omicron đang lây lan nhanh trong giai đoạn đó, nhưng người tiêu dùng Mỹ vẫn rất tự tin về nền kinh tế trong ngắn hạn đã làm cho chỉ số niềm tin tiêu dùng Mỹ do Conference Board công bố đã tăng lên 115,8 điểm trong tháng 12/2021. Cũng trong giai đoạn quý III/2021, công ty TNHH chứng khoán Mirae Asset Việt Nam cho biết, sau khi sụt giảm mạnh trong quý thì nền kinh tế Việt Nam bước đầu khởi sắc trở lại trong tháng 10/2021 do các tỉnh đã dần nới lỏng giãn cách xã hội và việc tiêm vaccine phòng COVID-19 được đẩy mạnh. Cùng quan điểm trên, các nhà phân tích từ công ty cổ phần chứng khoán VNDIRECT cũng cho biết, tâm lý thị trường chứng khoán đã tích cực hơn trong tháng 10/2021 sau sự nới lỏng giãn cách ở Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh, và cũng vào giai đoạn đó chính phủ cũng đưa ra gói kích thích kinh tế mới, đã nâng cao niềm tin của các nhà đầu tư về triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam. Thật vậy, thị trường chứng khoán đóng vai trò vô cùng quan trọng trong sự phát triển kinh tế ở mỗi quốc gia. Thị trường chứng khoán là nơi tập trung thu hút nguồn vốn lớn trong dài hạn cho cả nền kinh tế và cũng là kênh giúp cho người dân có thêm cơ hội đầu tư. Trong suốt thời gian qua thị trường chứng khoán luôn biến động theo các sự kiện kinh tế, theo tâm lý nhà đầu tư, điều này được thấy rõ trong giai đoạn đại dịch Covid-19 vừa qua. Chẳng hạn như sự kiện vào tháng 9/2022, do lo ngại về biện pháp phòng chống dịch theo chính sách Zero Covid của Trung Quốc mà các nhà đầu tư nước ngoài rút vốn khỏi các cổ phiếu niêm yết tại Trung Quốc một cách ồ ạt. Đến tháng 11/2022, khi mà chính phủ Trung Quốc bắt đầu nới lỏng biện pháp phòng dịch Covid-19, và vấn đề căng thẳng Mỹ-Trung cũng lắng dịu, đã góp phần cải thiện tâm lý của các nhà đầu tư vào thị trường chứng khoán của Trung Quốc, đến ngày 5/12/2022 thì thị trường chứng khoán Trung Quốc tăng mạnh. Còn tại thị trường chứng khoán Ấn Độ vào tháng 9/2021,

khi mà tốc độ tiêm chủng phòng chống dịch Covid 19 tại quốc gia này được đẩy mạnh, làm gia tăng mức độ lạc quan của các nhà đầu tư tại Ấn Độ, dẫn đến chỉ số của thị trường chứng khoán Ấn Độ tăng cao. Đến cuối tháng 9 thì chỉ số S&P BSE Sensex đã tăng và vượt mốc 60.000 điểm. Tuy nhiên vào 6 tháng đầu năm 2022, dòng vốn bị chảy ra khỏi thị trường Ấn Độ với số tiền lên đến 2.170 tỷ INR, điều này làm cho chỉ số chứng khoán của Ấn Độ giảm 17% so với cuối năm 2021. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán Ấn Độ, chỉ ảm đạm trong 6 tháng đầu năm 2022, đến tháng 7/2022 thì thị trường có phần phục hồi lại, các nhà đầu tư toàn cầu đã bắt đầu mua ròng cổ phiếu Ấn Độ và chỉ số chứng khoán của Ấn Độ cuối tháng 9 đã tăng 14,5%. Tại Việt Nam, chỉ số VN-Index đạt 1.528,57 điểm vào ngày 22/12/2021, tăng 35,9% so với cuối năm 2020. Tuy nhiên, đến cuối năm 2022 thì chỉ số VN-Index giảm khá mạnh xuống còn 1.007,09 điểm, chỉ số HNX-Index thì đóng cửa ở mức 205,31 điểm. Sự biến động này có thể là do quy luật cung - cầu, do những ảnh hưởng của công nghệ và thậm chí là do niềm tin tiêu dùng như nghiên cứu của Lilia Karnizova (2015), nghiên cứu của Jansen, W. J. & Nahuis, N. J. (2003) nghiên cứu của Chih-Chiang Hsu, Hung-Yu Lin & Jyun-Yi Wu (2011) và nghiên cứu của Koy Ayben và Akkaya Murat (2017). Qua đó cho thấy ngày càng có nhiều nghiên cứu phát triển chuyên cho các lĩnh vực chứng khoán nhằm giúp người tiêu dùng đưa ra các quyết định đầu tư hợp lý nhất. Nếu người tiêu dùng không có tâm lý vững vàng để chọn những thông tin chính xác thì sẽ đưa ra những quyết định sai lầm. Người tiêu dùng cần phải nhạy cảm với biến động của thị trường, để ra các quyết định đầu tư trên thị trường chứng khoán một cách hiệu quả. Do đó, nghiên cứu mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán nhằm tạo tính ổn định và sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán ngày càng đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế. Ngoài ra, hiện nay có khá nhiều đề tài, công trình nghiên cứu về niềm tin tiêu dùng cũng như chỉ số thị trường chứng khoán nhưng chưa nghiên cứu tác động của quản trị công lên mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng (CCI) và chỉ số thị trường chứng khoán (SMI), nhất là tại các quốc gia có thu nhập trung bình trong đó có Việt Nam. Mặc dù cũng đã có nghiên cứu của Schmeling, M. (2009) khẳng định chất lượng thể chế là một phần của quản trị công và yếu tố văn hóa là những yếu tố quyết định mạnh mẽ đến mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán. Đồng thời khi vai trò của chính phủ tăng lên thì chất lượng quản trị công có ảnh hưởng gì đến SMI và CCI hay không. Quản trị công được tổng hợp từ 6 biến thành phần như Tiếng nói và giải trình, Ổn định chính trị, Hiệu quả chính phủ, Chất lượng luật lệ, Nhà nước pháp quyền và kiểm soát tham nhũng. Trong bối cảnh đó, luận án nhận thấy cần thiết nghiên cứu mối quan hệ của CCI và SMI trong bối cảnh quản trị công của các quốc gia, nhằm giải thích rằng nếu có sự thay đổi chất lượng của quản trị công tại các quốc gia thì điều này có tác động đến niềm tin tiêu dùng, đến chỉ số thị trường chứng khoán như những nhận định trên hay không, và tác động này là tác động tiêu cực hay tác động tích cực. Đồng thời, trên cơ sở lý thuyết hành vi thì hành vi mua sắm của nhà đầu tư được quyết định bởi thu nhập, do đó luận án cũng tiến hành xem xét các nhóm quốc gia có thu nhập khác nhau để minh chứng rằng các quốc gia có thu nhập khác nhau thì tâm lý đầu tư cũng bị ảnh hưởng. Ngoài ra, luận án cũng quan tâm đến vấn đề rằng quản trị công nếu có ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa CCI và SMI, nhưng tại các quốc gia có các mức thu nhập khác nhau thì kết quả nghiên cứu có khác nhau hay

không. Thông thường các quốc gia có thu nhập trung bình hay thu nhập thấp thì vai trò này sẽ không cao, vì các quốc gia này thường có dân trí thấp hơn, thu nhập thấp hơn, khoản đầu tư vào thị trường thấp hơn và nhà đầu tư ít quan tâm đến các quy định của nhà nước trên thị trường chứng khoán mà đầu tư theo bầy đàn, không theo quy luật nào cả. Đồng thời các quốc gia có thu nhập trung bình thường dễ mắc bẫy thu nhập trung bình, nên cần tạo môi trường ổn định chính trị. Do đó, luận án nghiên cứu để làm rõ khoảng trống nghiên cứu, đồng thời từ kết quả nghiên cứu sẽ đề xuất các hàm ý nhằm giúp người tiêu dùng đưa ra các quyết định đầu tư hợp lý nhất, giúp chính phủ điều chỉnh quản trị công để thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển. Ngoài ra, tác giả còn dựa trên 2 nghiên cứu chính là nghiên cứu của Jansen, W. J., & Nahuis, N. J. (2003) và của Vichet Sum (2014). Cả 2 nghiên cứu đều kết luận rằng có mối quan hệ giữa CCI và SMI. Riêng nghiên cứu của Schmeling, M. (2009) còn khẳng định chất lượng thể chế là một phần trong quản trị công và yếu tố văn hóa là những yếu tố quyết định mạnh mẽ đến mối quan hệ giữa CCI và SMI. Đó là lý do tác giả chọn đề tài **“MỐI QUAN HỆ GIỮA NIỀM TIN TIÊU DÙNG VÀ CHỈ SỐ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TẠI CÁC QUỐC GIA CÓ THU NHẬP TRUNG BÌNH”** để nghiên cứu và trả lời cho các vấn đề được đặt ra.

2. Mục tiêu nghiên cứu

2.1. Mục tiêu tổng thể

Mục tiêu tổng thể của luận án là phân tích mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán tại các quốc gia có thu nhập trung bình dưới tác động của quản trị công. Từ kết quả nghiên cứu sẽ có hàm ý chính sách về quản trị công, về chỉ số niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán nói chung và Việt Nam nói riêng để góp phần thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển ổn định, bền vững.

2.2. Mục tiêu cụ thể

Từ mục tiêu tổng thể, luận án đặt ra các mục tiêu cụ thể như sau:

- (1) Nghiên cứu mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán tại các quốc gia có thu nhập trung bình cao và các quốc gia có thu nhập trung bình thấp dưới tác động của quản trị công.
- (2) Nghiên cứu mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán tại Việt Nam.
- (3) Từ kết quả nghiên cứu luận án sẽ đề xuất các khuyến nghị cho các quốc gia có thu nhập trung bình về quản trị công, về chỉ số niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán nói chung và Việt Nam nói riêng để góp phần thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển ổn định, bền vững.

3. Dữ liệu nghiên cứu

Với năm tài chính 2020-2021, World Bank đã phân loại các nền kinh tế trên thế giới thành 4 nhóm theo mức thu nhập. Nhóm 1: nhóm quốc gia thu nhập thấp. Nhóm này có GNI bình quân đầu người ở dưới mức 1.035 USD. Nhóm 2: nhóm nền kinh tế có thu nhập trung bình thấp sở hữu mức GNI bình quân đầu người từ 1.035 USD đến 4.045 USD. Nhóm 3: nhóm nền kinh tế thu nhập trung bình cao có mức GNI bình quân đầu người từ 4.045 USD đến 12.535 USD. Nhóm 4: nhóm nền kinh tế thu nhập cao có GNI bình quân đầu người trên 12.535 USD. Theo mức phân loại này thì Việt Nam được xếp trong nhóm các nền kinh tế có mức thu nhập trung bình thấp. Và theo tổ chức Sở hữu Trí tuệ Thế giới (WIPO) thì

Việt Nam là quốc gia lần đầu tiên dẫn đầu nhóm quốc gia có thu nhập trung bình thấp năm 2020. Danh sách phân loại này sẽ được cập nhật vào ngày 1/7 hàng năm dựa trên GNI bình quân đầu người. Luận án chọn nghiên cứu tại các quốc gia có thu nhập trung bình với lý do sau:

- Khadija Khartit (2023), hiện tại trên thế giới, các quốc gia có thu nhập trung bình với dân số khoảng 5 tỉ người, chiếm khoảng 75% dân số thế giới và thu nhập trung bình chiếm khoảng 1/3 GDP toàn cầu.
- Eeckhout Jan & Javanovic Boyan (2007) cho rằng tăng trưởng kinh tế của nhiều quốc gia có thu nhập trung bình trước và sau khi toàn cầu hóa sẽ thu được ít lợi ích hơn so với các quốc gia đã phát triển. Lý do là các quốc gia có thu nhập trung bình không có lợi thế so sánh về vốn và công nghệ. Đây chính là thách thức mà các quốc gia có thu nhập trung bình, nhất là các quốc gia có thu nhập trung bình thấp cần phải khắc phục để đạt mức thu nhập cao hơn.
- Các quốc gia có thu nhập trung bình đang là động lực và đóng vai trò quan trọng cho tăng trưởng kinh tế toàn cầu. Với sự phát triển và tăng trưởng bền vững thì các quốc gia có thu nhập trung bình sẽ là động lực tích cực cho thế giới.
- Các quốc gia có thu nhập trung bình thường dễ mắc bẫy thu nhập trung bình, nên cần tạo môi trường ổn định chính trị.
- Theo Word Bank, các quốc gia có thu nhập trung bình được chia thành 2 nhóm là quốc gia có thu nhập trung bình thấp và các quốc gia có thu nhập trung bình cao. Năm 2009, Việt Nam là quốc gia đã thoát ngưỡng thu nhập thấp và gia nhập vào nhóm nền kinh tế thu nhập trung bình thấp. Từ một quốc gia kém phát triển thì đến năm 2020 Việt Nam lần đầu tiên dẫn đầu nhóm quốc gia có thu nhập trung bình thấp và năm 2022 Việt Nam đã vươn lên vị trí thứ 37 trong số các quốc gia có GDP lớn nhất thế giới. Với mức thu nhập bình quân đầu người hiện tại, Việt Nam có khả năng gia nhập nhóm quốc gia có thu nhập trung bình cao trong thời gian tới. Do đó để Việt Nam dần trở nên giàu mạnh hơn, phát triển hơn thì vấn đề thu nhập cần được Nhà nước và Chính Phủ quan tâm.

Tuy nhiên, hiện nay chỉ mới có 19 quốc gia Trung Quốc, Nam Phi, Thái Lan, Costa Rica, Bulgaria, Brazil, Colombia, Malaysia, Mexico, Albania, Thổ Nhĩ Kỳ, Georgia, Việt Nam, Ấn Độ, Philippines, Morocco, Indonesia, Pakistan, Ai Cập với mức thu nhập trung bình là có công bố số liệu chỉ số niềm tin tiêu dùng trên siêu dữ liệu của OECD, cơ quan thống kê các nước và một số tổ chức quốc tế khác. Do đó, luận án sẽ thu thập số liệu về chỉ số niềm tin tiêu dùng, chỉ số thị trường chứng khoán và 6 biến thành phần của biến quản trị công trong 3 trường hợp sau:

- Trường hợp 1: Nhóm 3 quốc gia có thu nhập trung bình cao (Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia) và nhóm còn lại là toàn bộ 7 quốc gia có thu nhập trung bình thấp (Việt Nam, Ấn Độ, Philippines, Indonesia, Ai Cập, Morocco, Pakistan) trong 19 quốc gia có thu nhập trung bình được công bố chỉ số CCI. Luận án chọn 3 quốc gia có thu nhập trung bình cao này vì những quốc gia này đều ở Châu Á, sẽ có nhiều đặc điểm tương đồng với Việt Nam – là 1 quốc gia đứng đầu nhóm quốc gia có thu nhập trung bình thấp, và đang từng bước gia nhập vào nhóm quốc gia có thu nhập trung bình cao, nên có thể có những bài học kinh nghiệm quý báu cho Việt Nam.

- Trường hợp 2: Dựa trên những quốc gia có cùng phương pháp tính chỉ số CCI theo phương pháp độ khuếch đại gồm 6 quốc gia có thu nhập trung bình cao (Trung Quốc, Malaysia, Brazil, Mexico, Costa Rica, Thổ Nhĩ Kỳ) và 4 quốc gia có thu nhập trung bình thấp (Việt Nam, Ấn Độ, Indonesia, Ai Cập). Luận án chọn những quốc gia có cùng phương pháp tính CCI theo phương pháp độ khuếch đại là do hiện nay trên thế giới phần lớn các quốc gia đang sử dụng phương pháp này để tính toán chỉ số CCI trong đó có Việt Nam, đồng thời phương pháp này sử dụng dữ liệu khảo sát người tiêu dùng về những vấn đề liên quan đến quá khứ, hiện tại và kỳ vọng cho tương lai. Đây cũng chính là những nội dung mà luận án muốn hướng đến, theo nội hàm về khái niệm niềm tin tiêu dùng mà luận án chọn lựa.

- Trường hợp 3: Dựa trên thời gian tham chiếu đều là 12 tháng gồm nhóm 9 quốc gia có thu nhập trung bình cao (Nam Phi, Bulgari, Brazil, Colombia, Thổ Nhĩ Kỳ, Georgia, Mexico, Albania, Costa Rica) và 3 quốc gia có thu nhập trung bình thấp (Ai Cập, Việt Nam, Philippin). Luận án chọn các quốc gia có thời gian tham chiếu là 12 tháng vì theo khuyến nghị của UNSD và Nielsen thì chỉ số CCI tại các quốc gia nên cùng thời gian tham chiếu để đảm bảo việc so sánh giữa các quốc gia, nên là 12 tháng.

- Sau đó, luận án tiếp tục mã hóa dữ liệu cho tất cả các quốc gia với 3 cách tính chỉ số CCI khác nhau (phương pháp dựa trên độ khuếch đại, phương pháp dựa trên độ tương đối, phương pháp dựa trên trọng số) nhằm kiểm tra tính nhất quán trong dữ liệu.

Tác giả sẽ thu thập thông tin thứ cấp từ siêu dữ liệu của OECD, Nielsen, World bank, cơ quan thống kê các nước và một số tổ chức quốc tế khác, niên giám thống kê, các bài báo đăng trên các tạp chí trong và ngoài nước. Các quốc gia thu nhập trung bình cao công bố dữ liệu CCI từ năm 2005 đến năm 2021 và quốc gia thu nhập trung bình thấp từ năm 2012 đến 2021. Tuy nhiên, do dữ liệu không đồng nhất, một số quốc gia công bố số liệu theo quý, một số quốc gia thì công bố số liệu theo năm. Do đó, để thống nhất dữ liệu, luận án sẽ sử dụng dữ liệu hàng năm giai đoạn từ 2012 đến 2021 cho tất cả các nhóm quốc gia. Tuy nhiên, để đảm bảo rằng trong giai đoạn 2012 – 2021, các quốc gia trong bộ dữ liệu mà luận án sử dụng đáng tin cậy, đảm bảo là 19 quốc gia này có thu nhập trung bình trong suốt giai đoạn nghiên cứu, luận án đã tiến hành thống kê GNI bình quân của 19 quốc gia, giai đoạn năm 2012 đến 2021 và cho thấy cả các quốc gia này đã thật sự tham gia vào nhóm các quốc gia có thu nhập trung bình trong giai đoạn nghiên cứu. Điều này đảm bảo tính toàn vẹn, chặt chẽ của dữ liệu mà luận án chọn lựa để nghiên cứu. Dữ liệu CCI là dữ liệu khảo sát ý kiến người tiêu dùng được công bố hàng năm của OECD, Nielsen, cơ quan thống kê các nước và một số tổ chức quốc tế khác. Dữ liệu SMI được công bố hàng năm của Investing và dữ liệu 6 biến thành phần của biến quản trị công được thu thập hàng năm từ World bank. Tác giả sẽ thực hiện bài nghiên cứu trên với 2 mẫu như sau:

- + Mẫu gồm các quốc gia có thu nhập trung bình cao.
- + Mẫu gồm các quốc gia có thu nhập trung bình thấp.

4. Phương pháp nghiên cứu

Bám sát mục tiêu, đối tượng và phạm vi nghiên cứu, luận án thực hiện theo trình tự sau:

- Luận án đã thu thập và tổng hợp các thông tin thứ cấp từ OECD, Nielsen, World bank, cơ quan thống kê các nước và một số tổ chức quốc tế khác, niên giám thống kê, các bài báo đăng trên các tạp chí trong và ngoài nước.

- Trên cơ sở tiến hành thu thập dữ liệu niềm tin tiêu dùng, chỉ số thị trường chứng khoán, 6 chỉ số thành phần để xây dựng biến quản trị công là Tiếng nói và giải trình, Ổn định chính trị, Hiệu quả chính phủ, Chất lượng luật lệ, Nhà nước pháp quyền, Kiểm soát tham nhũng. Luận án tiến hành xử lý thông tin, tổng hợp kết quả thống kê, sử dụng thống kê mô tả như bảng biểu, đồ thị,... để trình bày thông tin và phân tích kết quả.

- Thực hiện xây dựng chỉ số quản trị công cho từng nhóm quốc gia từ 6 biến thành phần là Tiếng nói và giải trình, Ổn định chính trị, Hiệu quả chính phủ, Chất lượng luật lệ, Nhà nước pháp quyền, Kiểm soát tham nhũng.

- Thực hiện kiểm tra chuỗi thời gian về tính ổn định của dữ liệu. Sau đó tiến hành thực hiện mô hình P.VAR giữa các biến chỉ số niềm tin tiêu dùng, chỉ số thị trường chứng khoán và quản trị công để phân tích mối quan hệ giữa 2 biến CCI và SMI dưới tác động của quản trị công.

5. Những đóng góp mới của luận án

5.1. Về mặt khoa học:

Một là, Luận án đã hệ thống hoá, luận giải khúc chiết và làm rõ hơn một số vấn đề lý luận và thực tiễn: Về chỉ số niềm tin tiêu dùng, chỉ số thị trường chứng khoán, lý thuyết nền tảng cho thấy tồn tại mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán, hệ thống hóa về quản trị công, vai trò của quản trị công trong mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán, phương pháp đo lường chỉ số niềm tin tiêu dùng, chỉ số thị trường chứng khoán, quản trị công, thống kê phân tích các nghiên cứu trước có liên quan đến luận án.

Hai là, Luận án đề xuất được phương pháp tính toán chỉ số niềm tin tiêu dùng: Các quốc gia trên thế giới đã sử dụng 3 phương pháp tính chỉ số niềm tin tiêu dùng là phương pháp tính theo giá trị cân bằng, phương pháp tính theo độ khuếch đại, phương pháp tính theo giá trị tương đối. Làm cơ sở cho việc phát triển pháp phương đo lường cho các nghiên cứu tiếp theo.

Ba là, Luận án đã nghiên cứu và chứng minh được rằng quản trị công có tác động mạnh mẽ đến mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán tại các quốc gia có thu nhập trung bình cao và các quốc gia có thu nhập trung bình thấp. Điều này làm rõ bản chất lý thuyết về nhà nước trong quản lý điều hành nền kinh tế.

5.2. Về mặt thực tiễn:

Thứ nhất, Luận án phân tổ các nước tiến hành điều tra niềm tin tiêu dùng và tính toán chỉ số niềm tin tiêu dùng theo nhóm. Đồng thời chuẩn hóa dữ liệu niềm tin tiêu dùng trong toàn mẫu nghiên cứu. Luận án nghiên cứu trên số liệu tổng hợp của quản trị công. Từ đó làm rõ bản chất của quản trị

công tác động đến mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số chứng khoán của các quốc gia nghiên cứu.

Thứ hai, Luận án đã nghiên cứu biến quản trị công gồm: Tiếng nói và giải trình, Ổn định chính trị, Hiệu quả chính phủ, Chất lượng luật lệ, Nhà nước pháp quyền và Kiểm soát tham nhũng trong mối quan hệ giữa CCI và SMI tại các quốc gia có thu nhập trung bình. Từ đó làm rõ hơn bản chất của quản trị công tác động đến mối quan hệ giữa CCI và SMI tại các quốc gia có thu nhập trung bình. Luận án đã tách biệt của các mẫu nghiên cứu theo thu nhập gồm 3 trường hợp lấy mẫu, trong đó mỗi trường hợp chia thành 2 mẫu phụ (Mẫu các nước có thu nhập trung bình thấp và mẫu các nước có thu nhập trung bình cao) mà các nghiên cứu trước chưa thực hiện và chứng minh rõ bản chất trong mối quan hệ này. Đồng thời, luận án đã chuẩn hóa dữ liệu trong toàn mẫu nghiên cứu khi xem xét bản chất của quản trị công đến mối quan hệ CCI và SMI (chưa có nghiên cứu nào thực hiện) do đó chứng minh tính vững chắc của dữ liệu và mô hình mà luận án đã nghiên cứu.

Thứ ba, Luận án đã phát hiện mới, đó là có tồn tại sự tác động mạnh mẽ của niềm tin tiêu dùng lên chỉ số thị trường chứng khoán dưới tác động của quản trị công trong giai đoạn khảo sát, và chiều ngược lại là tác động của chỉ số thị trường chứng khoán lên niềm tin tiêu dùng vẫn có tồn tại nhưng không đáng kể trong hầu hết các trường hợp mà tác giả đã trình bày. Tuy nhiên, các cú sốc của giá trị CCI và SMI trong quá khứ cũng ảnh hưởng mạnh đến giá trị CCI và SMI ở hiện tại. Điều này cho thấy công tác quản trị công có ảnh hưởng đến quản lý nhà nước, tác động đến tâm lý nhà đầu tư và người tiêu dùng.

Thứ tư, Luận án ngoài chứng minh quản trị công có tác động đến mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán tại các quốc gia có thu nhập trung bình cao và các quốc gia có thu nhập trung bình thấp, luận án còn nghiên cứu mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán tại Việt Nam trong giai đoạn dịch Covid 19. Từ đó có được các hàm ý phù hợp cho Việt Nam.

Tóm lại, Thông qua phương pháp nghiên cứu thích hợp và có độ tin cậy dựa trên bộ dữ liệu nghiên cứu được trích từ các tổ chức uy tín trên thế giới. Với bộ dữ liệu đáng tin cậy cùng với các phát hiện từ việc phân tích và nghiên cứu thực nghiệm, luận án sẽ đưa ra các gợi ý chính sách phù hợp hơn, trợ giúp cho các nhà làm chính sách của chính phủ có thêm cơ sở lựa chọn, để đưa ra các chính sách và quy định nhằm nâng cao môi trường quản trị công theo hướng công khai và minh bạch, góp phần thúc đẩy mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán, từ đó hỗ trợ những hoạt động kinh tế và sau cùng là thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

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

Chương 2 của luận án trình bày các vấn đề lý luận và lược khảo các nghiên cứu liên quan đến mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán, cũng như các biến liên quan đến quản trị công. Trong đó, luận án tập trung vào trình bày các khái niệm, vai trò và các phương pháp tính chỉ số niềm tin tiêu dùng, chỉ số thị trường chứng khoán và quản trị công, các yếu tố ảnh hưởng đến niềm tin tiêu dùng cũng như cách tính toán biến quản trị công từ 6 biến thành phần là Tiếng nói và giải trình, Ổn định chính trị, Hiệu quả chính phủ, Chất lượng luật lệ, Nhà nước pháp quyền, Kiểm soát tham nhũng. Tiếp đó, luận án lược khảo các nghiên cứu trước có liên quan như

(1) Nghiên cứu đến tác động của niềm tin tiêu dùng lên chỉ số thị trường chứng khoán

Hai bài nghiên cứu đã nghiên cứu cho nhóm quốc gia như nghiên cứu của Chih-Chiang Hsu, Hung-Yu Lin & Jyun-Yi Wu (2011) sử dụng dữ liệu của 21 quốc gia, nghiên cứu của Vichet Sum (2014) dựa trên phân tích dữ liệu hàng tháng của 31 quốc gia. Và 2 bài nghiên cứu đã nghiên cứu riêng cho một quốc gia độc lập riêng lẻ là nghiên cứu của Afshar, T. (2007) sử dụng dữ liệu của Thổ Nhĩ Kỳ và nghiên cứu của Nitin Balwani & cộng sự (2017) sử dụng dữ liệu chứng khoán Ấn Độ, đều cho rằng niềm tin tiêu dùng có tác động tích cực đến thị trường chứng khoán; Gaspar, Raquel M. and Jiaming, Xu (2023) sử dụng dữ liệu của Châu Âu, Mỹ và Trung Quốc cũng kết luận rằng có mối tương quan tích cực 2 chiều giữa niềm tin tiêu dùng và lợi nhuận thị trường chứng khoán. Tại thị trường Trung Quốc thì chỉ có tác động 1 chiều từ sự thay đổi của chỉ số niềm tin tiêu dùng có thể giải thích được lợi nhuận cổ phiếu Trung Quốc. Các nghiên cứu này cho thấy khi người tiêu dùng tin tưởng vào ý kiến riêng của họ, đồng thời họ có niềm tin mãnh liệt và thái độ lạc quan đối với tình hình kinh doanh hoặc đầu tư trong tương lai, đồng thời dựa vào kỳ vọng tích cực về điều kiện kinh tế trong tương lai, người tiêu dùng sẽ có động lực đầu tư vào thị trường chứng khoán. Riêng nghiên cứu của Chih-Chiang Hsu, Hung-Yu Lin & Jyun-Yi Wu (2011) chỉ xét mối quan hệ ngắn hạn giữa CCI và SMI. Cũng như Koy, A. & Akkaya, M. (2017), tác giả nghiên cứu trong giai đoạn thị trường giảm và cho rằng sự bi quan của thị trường có tác động cùng chiều đến lợi nhuận của cổ phiếu. Ngoài ra, 3 nghiên cứu đến từ Việt Nam là Nguyễn Kim Nam & Nguyễn Thị Hằng Nga (2016), Nguyễn Trọng Tài (2016) và Phạm Ngọc Toàn (2018) mặc dù sử dụng mô hình khác nhau và dữ liệu cho mô hình cũng khác nhau, nhưng kết quả cũng khẳng định rằng tâm lý nhà đầu tư tác động tích cực tới sự ổn định của thị trường chứng khoán Việt Nam. Đặc biệt, nghiên cứu của Bannigidadmath, D. (2020) chỉ nghiên cứu 9 ngành của Indonesia và cho rằng những thay đổi có độ trễ trong tâm lý người tiêu dùng sẽ dự đoán tích cực đến thị trường chứng khoán của ba ngành là dầu, khí đốt, hàng tiêu dùng và dịch vụ tiêu dùng.

Nghiên cứu Kemmeth L. Fisher và Meir Statman (2003) cho rằng CCI tác động ngược chiều đến chỉ số thị trường chứng khoán. Đặc biệt trong nghiên cứu của Baker, M. & Wurgler, J. (2006) cho rằng khi tâm lý thấp thì các cổ phiếu nhỏ kiếm được lợi nhuận, nhưng khi tâm lý cao thì không xảy ra. Ngoài ra, trong một nghiên cứu tại Việt Nam thì Trần Thị Vân Anh (2020) đã nghiên cứu dữ liệu thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn dịch COVID-19 và kết luận rằng yếu tố tâm lý người tiêu dùng giai đoạn dịch COVID-19 có tác động ngược chiều tới thị trường chứng khoán Việt Nam.

(2) *Nghiên cứu tác động của chỉ số thị trường chứng khoán lên niềm tin tiêu dùng,*

Hầu hết các nghiên cứu đều cho rằng chỉ số thị trường chứng khoán đều tác động cùng chiều lên niềm tin tiêu dùng, chẳng hạn như nghiên cứu của Jansen, W. J. & Nahuis, N. J. (2003) sử dụng dữ liệu của 11 quốc gia Châu Âu, nghiên cứu của Maria Ward Otoo (1999) sử dụng dữ liệu tại Mỹ, nghiên cứu của Bremmer, D. (2008); Willem Van Zandweghe (2019) sử dụng chỉ số S&P 500 và chỉ số tâm lý người tiêu dùng của Đại học Michigan. Đặc biệt nghiên cứu Đoàn Anh Tuấn và cộng sự (2016) có nghiên cứu thêm trường hợp khi xu hướng thị trường giảm điểm, hành vi bầy đàn được biểu hiện với mức độ mạnh hơn so với lúc thị trường tăng điểm

(3) *Nghiên cứu tác động của các biến thuộc biến quản trị công lên chỉ số thị trường chứng khoán và niềm tin tiêu dùng.*

Hiện tại chưa có nhiều nghiên cứu về tác động của các biến thành phần thuộc biến quản trị công (gồm Tiếng nói và giải trình, Ổn định chính trị, Hiệu quả chính phủ, Chất lượng luật lệ, Nhà nước pháp quyền, Kiểm soát tham nhũng) lên mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán. Nhưng có một số nghiên cứu sử dụng các biến liên quan đến quản trị công trong nghiên cứu, chẳng hạn như nghiên cứu của Vuchelen, J. (1995), tác giả sử dụng dữ liệu tại Bỉ và kết quả cho rằng các cuộc bầu cử bất ngờ ảnh hưởng cùng chiều đến chỉ số niềm tin tiêu dùng và sự thay đổi của chính phủ lại có tác động ngược chiều đến niềm tin của người tiêu dùng. Còn nghiên cứu của De Boef, S. và cộng sự (2004) thì khẳng định có tác động của niềm tin tiêu dùng đối với chính trị và ngược lại chính trị cũng ảnh hưởng đến tâm lý người tiêu dùng. Trong khi nghiên cứu của Schmeling, M. (2009) với dữ liệu tại Hoa Kỳ, Nhật Bản, Úc, New Zealand và 14 quốc gia Châu Âu thì cho rằng các thể chế thị trường chất lượng cao làm giảm bớt tác động của giao dịch sôi động. Chất lượng thể chế và các yếu tố văn hóa là những yếu tố quyết định mạnh mẽ đến mối quan hệ tâm lý người tiêu dùng và lợi nhuận chứng khoán.

Từ việc lược khảo các nghiên cứu trước liên quan đến mối quan hệ giữa CCI và SMI, và dựa trên cơ sở lý thuyết nền mà luận án đưa ra một số khoảng trống trong nghiên cứu như sau:

- Thứ nhất, phạm vi nghiên cứu còn thiếu do chưa phân tổ các nước tiến hành điều tra niềm tin tiêu dùng và tính toán chỉ số niềm tin tiêu dùng theo nhóm. Các nghiên cứu chưa có sự tách biệt các mẫu nghiên cứu cũng như chưa chuẩn hóa dữ liệu niềm tin tiêu dùng trong toàn mẫu nghiên cứu nhằm chứng minh kết quả nhất quán trong tất cả các trường hợp.

- Thứ hai, chưa xem xét mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán tại Việt Nam, nhất là trong những giai đoạn bất thường của nền kinh tế như dịch Covid 19.

- Thứ ba, chưa có nghiên cứu nào xem xét đến biến quản trị công (gồm: Tiếng nói và giải, Ổn định chính trị, Hiệu quả chính phủ, Chất lượng luật lệ, Nhà nước pháp quyền và Kiểm soát tham nhũng) trong mối quan hệ giữa CCI và SMI tại các quốc gia có thu nhập trung bình. Hoặc chỉ có một biến thể chế trong nghiên cứu của Schmeling, M. (2009).

Với 3 khoảng trống nghiên cứu trên, luận án đã xây dựng thành 3 mục tiêu tương ứng nhằm hoàn thiện các khoảng trống này như sau:

(1) Nghiên cứu mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán tại các quốc gia có thu nhập trung bình cao và các quốc gia có thu nhập trung bình thấp dưới tác động của quản trị công.

(2) Nghiên cứu mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán tại Việt Nam.

(3) Từ kết quả nghiên cứu luận án sẽ đề xuất các khuyến nghị cho các quốc gia có thu nhập trung bình về quản trị công, về chỉ số niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán nói chung và Việt Nam nói riêng để góp phần thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển ổn định, bền vững.

CHƯƠNG 3: MÔ HÌNH THỰC NGHIỆM, PHƯƠNG PHÁP VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

Xuất phát từ cơ sở lý luận về niềm tin tiêu dùng, chỉ số thị trường chứng khoán, quản trị công cùng với những khoảng trống trong những nghiên cứu trước đây, chương 3 đề xuất quy trình nghiên cứu mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán dưới tác động của quản trị công. Từ đó, luận án xây dựng các giả thuyết nghiên cứu và đưa ra mô hình thực nghiệm cũng như phương pháp nghiên cứu.

Để hoàn thành các mục tiêu nghiên cứu, với dữ liệu thứ cấp mà luận án thu thập được từ các nguồn tin cậy như ngân hàng thế giới, OECD,...Luận án sử dụng phương pháp kiểm định thích hợp về mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán của các quốc gia có thu nhập trung bình giai đoạn 2012- 2021. Luận án sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng thông qua các phương pháp ước lượng cho dữ liệu bảng (đối với các quốc gia có thu nhập trung bình) và cho dữ liệu chuỗi thời gian (xét riêng cho Việt Nam). Luận án tiến hành thu thập số liệu về chỉ số niềm tin tiêu dùng, chỉ số chứng khoán và 6 biến thành phần của biến quản trị công trong 3 trường hợp. Sau đó, luận án tiếp tục mã hóa dữ liệu cho tất cả các quốc gia với 3 cách tính chỉ số CCI khác nhau (phương pháp dựa trên độ khách đại, phương pháp dựa trên độ tương đối, phương pháp dựa trên trọng số) nhằm kiểm tra tính nhất quán trong dữ liệu. Luận án kế thừa 2 nghiên cứu của Jansen, W. J. & Nahuis, N. J. (2003) và Vichet Sum (2014) và dự kiến sử dụng mô hình P.VAR để giải quyết mục tiêu đặt ra:

- (1) Nghiên cứu của Jansen, W. J., & Nahuis, N. J. (2003) đã nghiên cứu cho 11 quốc gia, tác giả sử dụng dữ liệu bảng và sử dụng kiểm định nhân quả Granger trong nghiên cứu.

$$\Delta CC(t) = \alpha_c + \sum_{i=1}^k \beta_c(i) \Delta CC(t-i) + \sum_{i=1}^k \gamma_c(i) \Delta PS(t-i) + u_c(t) \quad (1)$$

$$\Delta PS(t) = \alpha_p + \sum_{i=1}^k \beta_p(i) \Delta PS(t-i) + \sum_{i=1}^k \gamma_p(i) \Delta CC(t-i) + u_p(t) \quad (2)$$

CC: biểu thị niềm tin của người tiêu dùng

PS: chỉ số giá cổ phiếu,

u: là nhiễu

k: độ trễ tối đa

- (2) Nghiên cứu của Vichet Sum (2014) cũng nghiên cứu cho 31 quốc gia, và tác giả sử dụng phương pháp hồi quy để nghiên cứu.

$$RR_{it} = \alpha + \phi \Delta BC_{it} + \psi \Delta CC_{it} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} : Chỉ số thị trường chứng khoán của quốc gia i trong tháng t

ΔBC_{it} : Thay đổi trong chỉ số niềm tin kinh doanh

ΔCC_{it} : Thay đổi trong chỉ số niềm tin tiêu dùng

Hai mô hình trên sử dụng dữ liệu bảng và kiểm định nhân quả Granger cho bộ dữ liệu của nhiều quốc gia, đồng thời trong mô hình của Jansen, W. J., & Nahuis, N. J. (2003) còn quan tâm đến độ trễ của dữ liệu. Luận án cũng sử dụng bộ dữ liệu bảng theo thời gian nhiều quốc gia, dùng kiểm định nhân quả Granger và quan tâm đến độ trễ của dữ liệu, nên đã kế thừa 2 mô hình trên. Tuy nhiên, luận án còn quan tâm đến biến quản trị công, biến này đóng vai trò là biến điều tiết trong mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán. Ngoài ra, Vichet Sum (2014) còn sử dụng bộ dữ liệu của 31 quốc gia bao gồm các quốc gia có thu nhập cao, quốc gia có thu nhập trung bình cao và một số quốc gia

có thu nhập trung bình thấp, phù hợp để luận án kế thừa và nghiên cứu cho các quốc gia có thu nhập trung bình. Chính vì vậy mà luận án đề xuất mô hình dự kiến như sau:

$$SMI = \beta_0 + \beta_1 CCI_{it}^j + \beta_2 (CCI * GI)_{it}^j + \beta_3 SMI_{it}^j + \mu_i \quad (1)$$

$$\text{và} \quad CCI = \beta_0 + \beta_1 SMI_{it}^j + \beta_2 (SMI * GI)_{it}^j + CCI_{it}^j + \mu_i \quad (2)$$

SMI : chỉ số thị trường chứng khoán.

CCI: chỉ số niềm tin của người tiêu dùng.

GI: chỉ số quản trị công từ 6 biến thành phần.

μ_i : là hằng dư.

i: quốc gia

t: Quan sát theo thời gian t

j: độ trễ

Trong đó: Biến quản trị công (GI) từ 6 biến thành phần của các quốc gia trên gồm: (1) Tiếng nói và giải trình (Voice and accountability-VA), (2) Ổn định chính trị (Political stability and absence of violence/terrorism- PV), (3) Hiệu quả chính phủ (Government effectiveness - GE), (4) Chất lượng luật lệ (Regulatory Quality), (5) Nhà nước pháp quyền (Rule of Law), (6) Kiểm soát tham nhũng (Control of corruption), biến này đo lường tác động đến mối quan hệ chỉ số thị trường chứng khoán và niềm tin tiêu dùng. Như vậy, để đánh giá mối quan hệ giữa CCI và SMI cho các quốc gia có thu nhập trung bình từ 2012-2021, luận án dựa trên phương trình (1) và (2) để phân tích thực nghiệm. Trước khi phân tích thực nghiệm, luận án sẽ lần lượt thực hiện các bước kiểm định như sau:

(1) Kiểm định sự phụ thuộc chéo của dữ liệu (phụ lục 4)

Biến	Trường hợp 1		Trường hợp 2		Trường hợp 3	
	Nhóm 1A	Nhóm 1B	Nhóm 2A	Nhóm 2B	Nhóm 3A	Nhóm 3B
CCI	Không phụ thuộc chéo.	Có sự phụ thuộc chéo.	Không phụ thuộc chéo.	Có phụ thuộc chéo.	Có sự phụ thuộc chéo.	Không sự phụ thuộc chéo.
SMI	Không phụ thuộc chéo.	Có sự phụ thuộc chéo.	Không phụ thuộc chéo.	Có sự phụ thuộc chéo.	Có sự phụ thuộc chéo.	Không sự phụ thuộc chéo.
CCI_ GI	Không phụ thuộc chéo.	Có sự phụ thuộc chéo.	Không phụ thuộc chéo.	Có sự phụ thuộc chéo.	Có sự phụ thuộc chéo.	Không sự phụ thuộc chéo.
SMI_ GI	Không phụ thuộc chéo.	Có sự phụ thuộc chéo.	Không phụ thuộc chéo.	Không sự phụ thuộc chéo.	Có sự phụ thuộc chéo.	Không sự phụ thuộc chéo.

(2) Kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu (phụ lục 5)

Biến	Trường hợp 1		Trường hợp 2		Trường hợp 3	
	Nhóm 1A	Nhóm 1B	Nhóm 2A	Nhóm 2B	Nhóm 3A	Nhóm 3B
CCI	Sử dụng kiểm định ADF. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định CIPS. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định ADF. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định CIPS. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định CIPS. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định ADF. Chuỗi dữ liệu không dừng.
SMI	Sử dụng kiểm định ADF. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định CIPS. Chuỗi không dừng.	Sử dụng kiểm định ADF. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định CIPS. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định CIPS. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định ADF. Chuỗi dữ liệu không dừng.

CCI_GI	Sử dụng kiểm định ADF. Chuỗi dữ liệu dừng.	Sử dụng kiểm định CIPS. Chuỗi không dừng.	Sử dụng kiểm định ADF. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định CIPS. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định CIPS. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định ADF. Chuỗi dữ liệu không dừng.
SMI_GI	Sử dụng kiểm định ADF. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định CIPS. Chuỗi không dừng.	Sử dụng kiểm định ADF. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định ADF. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định CIPS. Chuỗi dữ liệu không dừng.	Sử dụng kiểm định ADF. Chuỗi dữ liệu không dừng.

Kết quả thực hiện sai phân và kiểm định được thể hiện trong bảng sau (**phụ lục 6**):

Nội dung	Trường hợp 1		Trường hợp 2		Trường hợp 3	
	Nhóm 1A	Nhóm 1B	Nhóm 2A	Nhóm 2B	Nhóm 3A	Nhóm 3B
Bậc sai phân	I(0): CCI_GI I(1): CCI, SMI, SMI_GI.	I(1): CCI, SMI, CCI_GI, SMI_GI.	I(1): CCI, SMI, CCI_GI, SMI_GI.	I(1): CCI, SMI, CCI_GI, SMI_GI.	I(1): CCI, SMI_GI. I(2): SMI, CCI_GI.	I(1): CCI, SMI, CCI_GI, SMI_GI.
Độ trễ tối ưu của mô hình	3	1	4	3	3	2

(3) Kiểm định đồng liên kết bằng kết bảng giữa các biến (phụ lục 7)

Nội dung	Trường hợp 1		Trường hợp 2		Trường hợp 3	
	Nhóm 1A	Nhóm 1B	Nhóm 2A	Nhóm 2B	Nhóm 3A	Nhóm 3B
Phương pháp sử dụng.	Pedroni và Kao.	Wesrelund.	Pedroni và Kao.	Westerlund.	Westerlund.	Pedroni và Kao.
Tính đồng liên kết.	Không có đồng liên kết.	Không có đồng liên kết.	Không có đồng liên kết.	Không có đồng liên kết.	Không có đồng liên kết.	Không có đồng liên kết.

(4) Kiểm định mối quan hệ nhân quả Granger giữa các biến (phụ lục 8)

Nhóm	Độ trễ tối ưu của mô hình	Kiểm định Granger
1A	3	Có mối quan hệ nhân quả giữa các biến, trừ trường hợp: Biến DSMI_GI không có quan hệ Granger với DSMI. Biến DSMI không có quan hệ Granger với DSMI_GI.
1B	1	Có mối quan hệ nhân quả giữa các biến: Biến DSMI_GI không có quan hệ Granger với DCCI_GI. Biến DCCI_GI không có quan hệ Granger với DSMI_GI.
2A	4	Có mối quan hệ nhân quả giữa các biến, trừ trường hợp: Biến DSMI không có quan hệ Granger với DCCI_GI. Biến DSMI không có quan hệ Granger với DSMI_GI.
2B	3	Có mối quan hệ nhân quả giữa các biến, trừ trường hợp: Biến DSMI không có quan hệ Granger với DSMI_GI.
3A	3	Có mối quan hệ nhân quả giữa các biến, trừ trường hợp: Biến DSMI_GI không có quan hệ Granger DDSMI. Biến DDSMI không có quan hệ Granger DSMI_GI.
3B	2	Có mối quan hệ nhân quả giữa các biến, trừ trường hợp: Biến DSMI không có quan hệ Granger với DSMI_GI.

CHƯƠNG 4: MỐI QUAN HỆ GIỮA NIỀM TIN TIÊU DÙNG VÀ CHỈ SỐ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TẠI CÁC QUỐC GIA CÓ THU NHẬP TRUNG BÌNH

Chương 4 của luận án trình bày kết quả của nghiên cứu dựa trên các mục tiêu đã đề ra.

Mục tiêu 1: Nghiên cứu mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán dưới tác động của quản trị công tại các quốc gia có thu nhập trung bình.

Để giải quyết mục tiêu này, luận án đã thực hiện các kiểm định như kiểm định sự phụ thuộc chéo (phụ lục 4), kiểm định tính dừng (phụ lục 5,6), kiểm định đồng liên kết bảng (phụ lục 7), kiểm định Granger (phụ lục 8) cho dữ liệu và sử dụng mô hình P.VAR. Kết quả nghiên cứu như sau:

Trường hợp		Độ trễ mô hình sử dụng	Mô hình SMI tác động lên CCI	Mô hình CCI tác động lên SMI
TH1	1A	3	$DCCI = -0,2627 \cdot DCCI(-1) - 0,4836 \cdot DCCI(-2) - 0,5277 \cdot DCCI(-3) + 0,0036 \cdot DSMI(-1) + 0,0030 \cdot DSMI(-2) - 0,0149 \cdot DSMI(-3) + 0,0073 \cdot DSMI_GI(-1) + 0,0023 \cdot DSMI_GI(-2) - 0,0031 \cdot DSMI_GI(-3) - 2,6696.$	$DSMI = -0,8323 \cdot DSMI(-1) - 0,7726 \cdot DSMI(-2) - 0,3463 \cdot DSMI(-3) + 8,9086 \cdot DCCI(-1) + 3,0411 \cdot DCCI(-2) + 5,0119 \cdot DCCI(-3) - 1,1312 \cdot CCI_GI(-1) - 5,3069 \cdot CCI_GI(-2) + 4,4534 \cdot CCI_GI(-3) + 415,5178$
	1B	1	$DCCI = -0,1740 \cdot DCCI(-1) + 0,0032 \cdot DSMI(-1) + 0,0024 \cdot DSMI_GI(-1) - 0,4249.$	$DSMI = 0,1698 \cdot DSMI(-1) - 8,9750 \cdot DCCI(-1) + 0,7647 \cdot DCCI_GI(-1) + 33,0147$
TH2	2A	4	$DCCI = -0,5117 \cdot DCCI(-1) - 0,3568 \cdot DCCI(-2) - 0,2204 \cdot DCCI(-3) - 0,0134 \cdot DCCI(-4) - 0,0002 \cdot DSMI(-1) + 0,0002 \cdot DSMI(-2) - 0,0009 \cdot DSMI(-3) - 0,05 \cdot DSMI_GI(-1) - 0,0001 \cdot DSMI_GI(-2) - 0,0001 \cdot DSMI_GI(-3) + 0,0004 \cdot DSMI_GI(-4) + 2,2116.$	$DSMI = 0,3158 \cdot DSMI(-1) + 0,2416 \cdot DSMI(-2) - 0,6264 \cdot DSMI(-3) + 0,4389 \cdot DSMI(-4) - 210,7712 \cdot DCCI(-1) - 142,3184 \cdot DCCI(-2) + 77,2218 \cdot DCCI(-3) - 229,9100 \cdot DCCI(-4) - 1,7503 \cdot DCCI_GI(-1) + 14,1654 \cdot DCCI_GI(-2) - 12,0572 \cdot DCCI_GI(-3) - 0,3268 \cdot DCCI_GI(-4) + 778,6126.$
	2B	3	$DCCI = -0,0366 \cdot DCCI(-1) + 0,0429 \cdot DCCI(-2) - 0,2899 \cdot DCCI(-3) + 0,0001 \cdot DSMI(-1) - 0,0004 \cdot DSMI(-2) + 0,0002 \cdot DSMI_GI(-1) - 1,1579.$	$DSMI = 0,8542 \cdot DSMI(-1) - 1,2181 \cdot DSMI(-2) + 0,5981 \cdot DSMI(-3) - 524,7035 \cdot DCCI(-1) + 1099,4991 \cdot DCCI(-2) - 1439,4215 \cdot DCCI(-3) + 107,5903 \cdot DCCI_GI(-1) - 93,4736 \cdot DCCI_GI(-2) - 55,1795 \cdot DCCI_GI(-3) + 5125,3876.$
TH3	3A	3	$DCCI = -0,0840 \cdot DCCI(-1) - 0,1766 \cdot DCCI(-2) - 0,2492 \cdot DCCI(-3) + 0,0003 \cdot DDSMI(-2) - 0,0007 \cdot DDSMI(-3) - 1,1672.$	$DDSMI = -0,7900 \cdot DDSMI(-1) - 0,2504 \cdot DDSMI(-2) - 1,5607 \cdot DDSMI(-3) - 135,4535 \cdot DCCI(-1) - 14,3735 \cdot DCCI(-2) + 67,7195 \cdot DCCI(-3) + 37,9631 \cdot DDCCI_GI(-1) + 56,8789 \cdot DDCCI_GI(-2) + 30,1706 \cdot DDCCI_GI(-3) - 125,3756.$
	3B	2	$DCCI = -0,1941 \cdot DCCI(-1) + 0,4774 \cdot DCCI(-2) + 0,0001 \cdot DSMI(-2) + 0,0001 \cdot DSMI_GI(-2) - 1,5076.$	$DSMI = 0,3197 \cdot DSMI(-1) - 0,7314 \cdot DSMI(-2) - 491,1370 \cdot DCCI(-1) + 213,5620 \cdot DCCI(-2) + 124,1075 \cdot DCCI_GI(-1) + 20,9020 \cdot DCCI_GI(-2) + 1225,3740$

Sau khi ước lượng mô hình VAR, phân tích phân rã phương sai, cũng như phân tích hàm phản ứng đẩy và xét tính ổn định của mô hình thông qua vòng tròn đơn vị, luận án kết luận đối với trường hợp các quốc gia có thu nhập trung bình như sau:

- (1) Có tồn tại sự tác động mạnh mẽ của niềm tin tiêu dùng lên chỉ số thị trường chứng khoán dưới tác động của quản trị công trong giai đoạn khảo sát, và chiều ngược lại là tác động của chỉ số thị trường chứng khoán lên niềm tin tiêu dùng vẫn có tồn tại nhưng không đáng kể trong các trường hợp.
- (2) Các cú sốc của giá trị CCI và SMI trong quá khứ cũng ảnh hưởng mạnh đến giá trị CCI và SMI ở hiện tại.
- (3) Nhìn chung trong các trường hợp, khi niềm tin tiêu dùng theo chiều hướng tích cực thì chỉ số SMI cũng sẽ theo chiều hướng tích cực và ngược lại, phù hợp với giả thuyết đề ra

Kết quả cho thấy quản trị công có ảnh hưởng lớn đến mối quan hệ giữa CCI và SMI tại các quốc gia có thu nhập trung bình cao, lên đến 43,9% (trường hợp 2), còn đối với các quốc gia có thu nhập trung bình thấp thì vai trò của quản trị công không cao. Điều này cho thấy kết quả phù hợp với thực tiễn, bởi vì các quốc gia có thu nhập trung bình thấp thường có (i) Dân trí thấp hơn. (ii) Thu nhập thấp hơn, khoản đầu tư vào thị trường chứng khoán ít hơn. (iii) Nhà đầu tư ít quan tâm đến các quy định của nhà nước. Kết quả này càng khẳng định tính bền vững hơn khi luận án đã chuẩn hóa dữ liệu CCI cho tất cả các quốc gia nghiên cứu, và kết quả cũng trùng khớp với mô hình mà luận án đưa ra (Phụ lục 11).

Kết quả của luận án trong cả ba trường hợp tương đồng với các kết quả nghiên cứu của Jansen, W. J. & Nahuys, N. J. (2003); Afshar, T. (2007); Chih-Chiang Hsu, Hung-Yu Lin & Jyun-Yi Wu (2011); Vichet Sum (2014); Nguyễn Kim Nam & Nguyễn Thị Hằng Nga (2016); Nguyễn Trọng Tài (2016); Koy, A. & Akkaya, M. (2017); Nitin Balwani & ctg (2017); Phạm Ngọc Toàn (2018); Bannigidadmath, D. (2020); rằng niềm tin tiêu dùng tác động tích cực đến chỉ số thị trường chứng khoán. Nhưng kết quả luận án lại không cùng quan điểm với các nghiên cứu của Kemmeth L. Fisher và Meir Statman (2003); Bremmer, D. (2008); Willem Van Zandweghe (2019) cho rằng niềm tin tiêu dùng có tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán, hoặc không có tác động. Điều này xảy ra, có thể do cả 3 nghiên cứu của Kemmeth L. Fisher và Meir Statman (2003); nghiên cứu của Bremmer, D. (2008) và nghiên cứu của Willem Van Zandweghe (2019) sử dụng dữ liệu chỉ số chứng khoán của S&P 500, Small - Cap và Nasdaq, Dow Jones, S&P 500, NASDAQ, NASDAQ 100, S&P 100, Russell 1000, 2000 và 3000, Wilshire 5000, không sử dụng dữ liệu chỉ số chứng khoán của từng quốc gia.

Với chiều ngược lại là ảnh hưởng của chỉ số chứng khoán lên niềm tin tiêu dùng, thì kết quả của luận án vẫn có tồn tại quan hệ tích cực này giống như nghiên cứu của Maria Ward Otoo (1999); Jansen, W. J. & Nahuys, N. J. (2003); Bremmer, D. (2008); Willem Van Zandweghe (2019), nhưng tác động không đáng kể.

Qua đây cũng minh chứng cho thấy kết quả nghiên cứu mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán tại các quốc gia có thu nhập trung bình có những điểm mới sau:

- (1) Luận án đã nghiên cứu và chứng minh được rằng quản trị công có tác động mạnh mẽ đến mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán tại các quốc gia có thu nhập trung bình cao và các quốc gia có thu nhập trung bình thấp.

- (2) Luận án có sự tách biệt các mẫu nghiên cứu theo thu nhập gồm 3 trường hợp lấy mẫu, trong đó mỗi trường hợp chia thành 2 mẫu phụ (Mẫu các nước có thu nhập trung bình thấp và mẫu các nước có thu nhập trung bình cao) mà các nghiên cứu trước chưa thực hiện và chứng minh rằng kết quả nhất quán trong tất cả các trường hợp. Bên cạnh đó luận án đã chuẩn hóa dữ liệu trong toàn mẫu nghiên cứu và hồi quy trên dữ liệu này (**phụ lục 11**). Kết quả cho thấy có sự tương đồng với dữ liệu gốc của các quốc gia, điều này chứng minh tính vững chắc của dữ liệu và mô hình mà luận án đã nghiên cứu.
- (3) Luận án xem xét tất cả 6 biến quản trị công thành phần của World Bank gồm Tiếng nói và giải trình, Ổn định chính trị, Hiệu quả chính phủ, Chất lượng luật lệ, Nhà nước pháp quyền, Kiểm soát tham nhũng và khẳng định phải có tính nhất quán giữa 6 biến này trong một nghiên cứu khi sử dụng các biến quản trị công (**phụ lục 3**). Trong khi các nghiên cứu trước không có biến này trong nghiên cứu hoặc chỉ có một biến thể chế là một phần của quản trị công, trong nghiên cứu của Schmeling, M. (2009). Trong nghiên cứu này, quản trị công đã có vai trò mạnh mẽ trong mối quan hệ một chiều từ niềm tin tiêu dùng tác động lên chỉ số thị trường chứng khoán cho cả bộ dữ liệu nghiên cứu, còn chiều ngược lại thì vai trò của quản trị công không đáng kể.
- (4) Điểm mới đặc biệt là vấn đề với dữ liệu niềm tin tiêu dùng của các quốc gia. Các quốc gia trên thế giới đã sử dụng 3 phương pháp tính chỉ số niềm tin tiêu dùng là: phương pháp tính theo giá trị cân bằng, phương pháp tính theo độ khuếch đại, phương pháp tính theo giá trị tương đối. Do đó, luận án cũng xét riêng từng nhóm các quốc gia với các phương pháp tính niềm tin tiêu dùng khác nhau. Sau đó, luận án còn tiến hành tính toán chuẩn hóa dữ liệu CCI của 3 phương pháp thành một dạng dữ liệu thống nhất để xét mối quan hệ giữa CCI và SMI dưới tác động của quản trị công. Tuy nhiên, cho dù xét riêng từng nhóm quốc gia hay xem xét khi chuẩn hóa chung dữ liệu thì kết quả nghiên cứu không có sự thay đổi, điều này cho thấy mô hình mà luận án thực hiện có tính bền vững.

Mục tiêu 2: Nghiên cứu mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán tại Việt Nam. Để giải quyết mục tiêu thứ 2, Luận án đã sử dụng mô hình VAR để thực hiện được mục tiêu kiểm định mối quan hệ giữa CCI và SMI ở Việt Nam giai đoạn 2012Q1 đến 2021Q4. Kết quả nghiên cứu cho thấy có tồn tại mối quan hệ nhân quả của niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán tại Việt Nam trong giai đoạn khảo sát. Ngoài ra, các cú sốc của giá trị CCI và SMI trong quá khứ cũng ảnh hưởng đến giá trị CCI và SMI ở hiện tại, và khi niềm tin tiêu dùng theo chiều hướng tích cực thì chỉ số SMI cũng sẽ theo chiều hướng tích cực và ngược lại. Kết quả thu được từ kiểm định sự ổn định của mô hình VAR và phân tích phản ứng đẩy cho thấy các nghiệm đều nằm trong của vòng tròn đơn vị nên luận án có thể khẳng định việc áp dụng mô hình VAR với độ trễ 1 có tính ổn định và phù hợp.

Mô hình như sau:

$$DCCI = -0,3344 * DCCI(-1) - 0,0221 * DSMI(-1) - 0,1502 * CCI(-1) + 0,0028 * SMI(-1) + 15,9797.$$

$$DSMI = -5,7093 * DCCI(-1) + 0,2909 * DSMI(-1) - 0,0199 * CCI(-1) + 0,0033 * SMI(-1) + 22,4987.$$

Từ mô hình cho thấy tại Việt Nam có tồn tại mối quan hệ 2 chiều giữa CCI và SMI khi không có sự tác động của biến quản trị công. Còn ngược lại biến quản trị công không có tác động đến mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán. Kết quả nghiên cứu này cho thấy khá trùng khớp với thực tế Việt Nam vì (i) Thị trường chứng khoán Việt Nam là thị trường chưa phát triển. (ii) Nhà đầu tư Việt Nam thường quan tâm đến hoạt động của doanh nghiệp hơn là các quy định của nhà nước. Các cú sốc của giá trị CCI và SMI trong quá khứ cũng ảnh hưởng đến giá trị CCI và SMI ở hiện tại. Khi niềm tin tiêu dùng theo chiều hướng tích cực thì chỉ số SMI cũng sẽ theo chiều hướng tích cực và ngược lại. Ngoài ra, luận án cũng xét riêng cú sốc trong đại dịch Covid-19 tại Việt Nam từ 2019Q1-2021Q4 cho thấy kết quả như sau:

(1) Tác động của chỉ số thị trường chứng khoán lên niềm tin tiêu dùng: Từ 2019Q1 - 2020Q4 cho thấy CCI và SMI biến động khá mạnh. SMI tăng thì CCI cũng tăng và mức độ tăng nhiều hơn so với SMI tăng và ngược lại khi SMI giảm thì CCI cũng giảm. Tuy nhiên, từ 2021Q1 trở đi chỉ số SMI có xu hướng tăng lên, nhưng chỉ số CCI lại có xu hướng giảm.

(2) Tác động của niềm tin tiêu dùng lên chỉ số thị trường chứng khoán có xu hướng khác, cụ thể vào 2020Q1 khi mà niềm tin tiêu dùng đang có xu hướng tăng thì chỉ số SMI lại giảm mạnh, vào 2020Q2 thì niềm tin tiêu dùng có xu hướng giảm thì SMI lại tăng nhẹ. Tuy nhiên 2020Q3, 2020Q4 thì tác động của CCI lên SMI lại cùng chiều với nhau. Năm 2021 khi niềm tin tiêu dùng giảm nhưng SMI lại tăng đáng kể, cụ thể vào ngày 20/4/2021, chỉ số VN-Index thiết lập đỉnh lịch sử sau 20 năm ở mức 1.268,28 điểm, đến 2021Q4 niềm tin tiêu dùng chỉ tăng nhẹ thì chỉ số VN-Index đã đạt mức 1500,81 điểm vào ngày 25/11/2021, cao nhất trong 21 năm hoạt động. Ngoài ra, trong giai đoạn đại dịch Covid 19, mối tương quan giữa 2 biến CCI và SMI ở mức độ yếu nhưng vẫn là mối tương quan thuận.

Tương tự như kết quả khi xét các quốc gia có thu nhập trung bình, thì đối với thị trường Việt Nam có mẫu dữ liệu tương đồng với mẫu dữ liệu của các nhóm quốc gia có thu nhập trung bình. Dữ liệu SMI, CCI được thu thập từ năm 2012 đến năm 2021, đồng thời dữ liệu GI cũng được tổng hợp từ 6 biến thành phần. Kết quả nghiên cứu cũng cho kết quả tương tự. Kết quả của luận án cũng ủng hộ với các kết quả nghiên cứu của Jansen, W. J. & Nahuis, N. J. (2003); Afshar, T. (2007); Chih-Chiang Hsu, Hung-Yu Lin & Jyun-Yi Wu (2011); Vichet Sum (2014); Nguyễn Kim Nam & Nguyễn Thị Hằng Nga (2016); Nguyễn Trọng Tài (2016); Koy, A. & Akkaya, M. (2017); Nitin Balwani & ctg (2017); Phạm Ngọc Toàn (2018); Bannigidadmath, D. (2020) nhưng không cùng quan điểm với các nghiên cứu của Kemmeth L. Fisher và Meir Statman (2003); Bremmer, D. (2008); Willem Van Zandweghe (2019) rằng niềm tin tiêu dùng có tác động tích cực đến chỉ số thị trường chứng khoán. Với chiều ngược lại là ảnh hưởng của chỉ số thị trường chứng khoán lên niềm tin tiêu dùng, tại thị trường Việt Nam thì vẫn tồn tại quan hệ tích cực này giống như nghiên cứu của Maria Ward Otoo (1999); Jansen, W. J. & Nahuis, N. J. (2003); Bremmer, D. (2008); Willem Van Zandweghe (2019). Tuy nhiên, trong cú sốc đại dịch Covid – 19, nghiên cứu của luận án lại cho kết quả khác, kết quả có tính tương đồng với nghiên cứu của Trần Thị Vân Anh, và nghiên cứu của Gaspar, Raquel M. and Jiaming, Xu (2023) rằng niềm tin tiêu dùng giai đoạn dịch COVID-19 có tác động tiêu cực tới thị trường chứng khoán Việt Nam.

Như vậy, từ các kết quả nghiên cứu cho thấy quản trị công có ảnh hưởng mạnh mẽ đến mối quan hệ một chiều từ niềm tin tiêu dùng tác động lên chỉ số thị trường chứng khoán cho cả nhóm quốc gia có thu nhập trung bình cao và nhóm quốc gia có thu nhập trung bình thấp. Với chiều ngược lại SMI tác động lên CCI thì biến quản trị công tác động không đáng kể. Còn tại Việt Nam cho thấy có tồn tại mối quan hệ 2 chiều giữa CCI và SMI khi không có sự tác động của biến quản trị công. Ngoài ra mối quan hệ giữa CCI và SMI trong giai đoạn đại dịch Covid 19 không theo quy luật nào.

CHƯƠNG 5: TỔNG KẾT VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH

5.1. Tổng kết

Luận án nghiên cứu mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán, dữ liệu được thu thập từ năm 2012 đến 2021 của các quốc gia có thu nhập trung bình tại các quốc gia có thu nhập trung bình, với 3 nhóm biến: biến chỉ số thị trường chứng khoán (SMI), biến niềm tin tiêu dùng được đo bằng chỉ số niềm tin tiêu dùng (CCI) và biến quản trị công được đo bằng 6 biến thành phần gồm: (1) Tiếng nói và giải trình; (2) Ổn định chính trị; (3) Hiệu quả chính phủ; (4) Chất lượng luật lệ; (5) Nhà nước pháp quyền; (6) Kiểm soát tham nhũng. Bám sát mục tiêu và nội dung nghiên cứu, Luận án đã hoàn thành và giải quyết một số vấn đề sau:

- (1) Làm rõ các vấn đề lý luận và lược khảo các nghiên cứu quốc tế và trong nước liên quan đến mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán cũng như các biến liên quan đến quản trị công. Trong đó, luận án tập trung vào trình bày các khái niệm, vai trò và các phương pháp tính chỉ số niềm tin tiêu dùng, chỉ số thị trường chứng khoán và quản trị công, các yếu tố ảnh hưởng đến niềm tin tiêu dùng cũng như cách tính toán giá trị quản trị công từ 6 thành phần là Tiếng nói và giải trình, Ổn định chính trị, Hiệu quả chính phủ, Chất lượng luật lệ, Nhà nước pháp quyền, Kiểm soát tham nhũng.
- (2) Luận án lược khảo các nghiên cứu trước có liên quan như (i) Nghiên cứu đến tác động của niềm tin tiêu dùng lên chỉ số thị trường chứng khoán, (ii) Nghiên cứu tác động của chỉ số thị trường chứng khoán lên niềm tin tiêu dùng, (iii) Nghiên cứu mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán (iv) Nghiên cứu tác động của các biến thuộc biến quản trị công lên chỉ số thị trường chứng khoán và niềm tin tiêu dùng.
- (3) Từ việc lược khảo các nghiên cứu trước liên quan đến mối quan hệ giữa CCI và SMI, luận án đưa ra một số khoảng trống trong nghiên cứu như: (i) Các nghiên cứu trước chưa có sự tách biệt các mẫu nghiên cứu cũng như chưa chuẩn hóa dữ liệu niềm tin tiêu dùng trong toàn mẫu nghiên cứu nhằm chứng minh kết quả nhất quán trong tất cả các trường hợp. (ii) Chưa xem xét mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán tại Việt Nam, nhất là trong những giai đoạn bất thường của nền kinh tế như dịch Covid 19. (iii) Chưa có nghiên cứu nào xem xét đến biến quản trị công trong mối quan hệ giữa CCI và SMI tại các quốc gia có thu nhập trung bình. Hoặc chỉ có một biến thể chế trong nghiên cứu của Schmeling, M. (2009).
- (4) Luận án đã đặt ra 3 mục tiêu nhằm hoàn thiện các khoảng trống này đồng thời đề xuất các nhóm giải pháp để tăng cường niềm tin tiêu dùng tại các quốc gia có thu nhập trung bình bằng cách:
 - (i) Về dữ liệu nghiên cứu: Luận án tiến hành thu thập số liệu về chỉ số niềm tin tiêu dùng, chỉ số thị trường chứng khoán và 6 biến thành phần của biến quản trị công theo năm từ năm 2012 đến năm 2021. Sau đó tiến hành tính toán 6 biến thành phần thành biến quản trị công tổng hợp và chuẩn hóa biến niềm tin tiêu dùng được tính từ 3 phương pháp khác nhau, nhằm kiểm định tính bền vững của mô hình. Ngoài ra, luận án còn có sự tách biệt các mẫu nghiên cứu thành 3 trường hợp.
 - (ii) Kiểm định dữ liệu: Luận án xây dựng các giả thuyết nghiên cứu và đưa ra mô hình thực nghiệm cũng như phương pháp nghiên cứu. Luận án sử dụng phương pháp kiểm định thích hợp về mối

quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán của các quốc gia có thu nhập trung bình giai đoạn 2012- 2021 như kiểm định sự phụ thuộc chéo, kiểm định tính dừng, kiểm định đồng liên kết bảng, kiểm định Granger.

(iii) Giải quyết 3 mục tiêu đặt ra:

* **Mục tiêu 1:** Nghiên cứu mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán dưới tác động của quản trị công tại các quốc gia có thu nhập trung bình. Để giải quyết mục tiêu này, luận án đã thực hiện các kiểm định như kiểm định sự phụ thuộc chéo, kiểm định tính dừng, kiểm định đồng liên kết bảng, kiểm định Granger cho dữ liệu và sử dụng mô hình P.VAR.

* **Mục tiêu 2:** Nghiên cứu mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán dưới tác động của quản trị công tại Việt Nam. Để đạt được mục tiêu này, luận án đã kiểm định sự ổn định của mô hình VAR và phân tích phản ứng đẩy cho thấy các nghiệm đều nằm trong của vòng tròn đơn vị nên có thể khẳng định việc áp dụng mô hình VAR với độ trễ 1 có tính ổn định và phù hợp.

* **Mục tiêu 3:** Từ kết quả nghiên cứu luận án sẽ đề xuất các khuyến nghị cho các quốc gia có thu nhập trung bình về quản trị công, về chỉ số niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán nói chung và Việt Nam nói riêng để góp phần thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển ổn định, bền vững.

5.2. Hàm ý chính sách

5.2.1. Đối với các quốc gia có thu nhập trung bình:

- *Về ban hành chính sách:* Các chính phủ cần phải tăng cường giải trình trước dân, trước nhà đầu tư mọi hoạt động, quyết sách của Chính phủ. Tổ chức lấy ý kiến của các đối tượng chịu tác động của chính sách, tổ chức hội thảo lấy ý kiến đóng góp, phản biện của các tổ chức. Cần có chiến lược truyền thông chính sách hiệu quả từ giai đoạn đề xuất chính sách đến giai đoạn soạn thảo chính sách và giai đoạn ban hành chính sách. Việc đề xuất chính sách cần bám sát nhu cầu thực tiễn mà các nhà đầu tư đang gặp phải, lấy thực tiễn làm thước đo và cần có kế hoạch dự báo chính sách. Có thể thí điểm trên một vài sản phẩm giao dịch để các nhà đầu tư có thể đánh giá được những vấn đề phát sinh đồng thời tháo gỡ các vướng mắc trước khi ban hành chính sách một cách rộng rãi. Điều này sẽ làm tăng niềm tin của nhà đầu tư vào các chính sách trên thị trường chứng khoán.

- *Về điều hành của chính phủ:* Chính phủ cần ưu tiên, chú trọng công tác rà soát thể chế, quy định, luật pháp tiệm cận luật pháp Quốc tế để đảm bảo quyền lợi cho các bên tham gia đầu tư được thuận lợi. Tránh các hành vi đầu cơ, thao túng thị trường chứng khoán, ảnh hưởng tiêu cực đến cạnh tranh lành mạnh. Ngoài ra, các chính phủ cần ứng dụng mạnh mẽ cơ sở dữ liệu quốc gia về dân cư, về thị trường chứng khoán,... nhằm xây dựng chính phủ điện tử, thúc đẩy phát triển kinh tế số, xã hội số, tạo niềm tin cho người tiêu dùng về cơ hội phát triển trên thị trường chứng khoán.

- *Về an ninh chính trị:* Tình hình thế giới luôn diễn biến phức tạp, sự cạnh tranh về kinh tế ngày càng gay gắt giữa các quốc gia. Đồng thời, xu hướng phát triển kinh tế số, kinh tế xanh đặt ra nhiều thách thức đối với bảo vệ an ninh kinh tế quốc gia. Đối với các quốc gia có thu nhập trung bình dễ mắc bẫy thu nhập trung bình, nên cần tạo môi trường ổn định chính trị, ưu tiên giải quyết tranh chấp bằng

đàm phán trong hòa bình. Ngoài ra, cần phải phòng ngừa, ngăn chặn các hoạt động xâm phạm an ninh quốc gia, xâm phạm an ninh kinh tế của các thể lực thù địch, bảo vệ an ninh chính trị nội bộ, bảo vệ bí mật nhà nước góp phần tạo môi trường kinh doanh lành mạnh.

- *Về kiểm soát tham nhũng:* Cần tăng cường rà soát hệ thống pháp luật của mỗi quốc gia để khắc phục những hạn chế, bất cập. Bởi vì nếu hệ thống pháp luật bất cập, chông chéo sẽ là giảm hiệu quả quản lý nhà nước, đồng thời gây ảnh hưởng đến môi trường đầu tư. Ngoài ra, chính vì hệ thống pháp luật chông chéo, mâu thuẫn và không rõ ràng sẽ làm cho cán bộ dễ dàng lách luật để tham nhũng. Hệ thống pháp luật có sự bất cập có thể do một số nguyên nhân như: Chưa thực sự chú trọng trong lãnh đạo, hệ thống kiểm tra văn bản vẫn chưa đạt yêu cầu và sự phối hợp giữa các cơ quan trong hoạt động rà soát văn bản chưa chặt chẽ.

5.2.2. Đối với Việt Nam:

Sau hơn 20 năm hoạt động thì thị trường chứng khoán Việt Nam đã trở thành một kênh huy động vốn dài hạn cho nền kinh tế, góp phần cơ cấu lại hệ thống tài chính Việt Nam. Thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn vừa qua đã đạt được những bước tiến nhất định, chẳng hạn như đã có nhiều giải pháp nhằm phát triển thị trường chứng khoán và đã đạt được những kết quả khả quan như quy mô thị trường ngày càng được mở rộng, cấu trúc thị trường ngày càng hoàn thiện. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán của Việt Nam cũng còn tồn tại những hạn chế sau:

(1) Thông tin thị trường chứng khoán còn thiếu tính công khai, minh bạch, không được tổ chức quản lý và giám sát kịp thời. Điều này dẫn đến khả năng sẽ có nhiều rủi ro trong việc mất khả năng thanh toán, thao túng chứng khoán. Do đó cần thực hiện theo quy định về công bố thông tin trong Luật Chứng khoán năm 2019, Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định một số điều của Luật Chứng khoán, Thông tư số 96/2020/TT-BTC ngày 16/11/2020 của Bộ Tài chính hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán. Các tổ chức quốc tế xếp hạng tín nhiệm cũng khuyến nghị Việt Nam cần công khai, minh bạch dữ liệu về thị trường chứng khoán. Vì đây chính là yếu tố cần thiết để Việt Nam cải thiện được thứ hạng cao hơn trong thời gian tới. Mặc dù, không xác định được kết quả nghiên cứu tác động của quản trị công đến mối quan hệ giữa CCI và SMI tại Việt Nam, do dữ liệu chưa đủ lớn. Nhưng luận án sẽ dựa trên kết quả nghiên cứu từ nhóm quốc gia có thu nhập trung bình thấp (trong đó có Việt Nam), để đưa ra các hàm ý về quản trị công tại Việt Nam trong giai đoạn này như sau:

(i) Tiếp tục hoàn thiện pháp luật về công bố thông tin. Cần quy định trong các văn bản pháp luật rõ ràng, cụ thể các nội dung về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán.

(ii) Nâng cao khung hình phạt đối với các hành vi vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán. Điều này nhằm đảm bảo tính răn đe, đồng thời hướng tới phát triển thị trường chứng khoán minh bạch và ổn định.

(iii) Nâng cao vai trò của công ty kiểm toán đối với vấn đề liên quan đến chất lượng công bố thông tin trên thị trường chứng khoán, nhằm tránh các thông tin sai lệch bị bỏ qua.

Ngoài ra, hoạt động giám sát, kiểm tra còn gặp nhiều khó khăn do các hành vi vi phạm pháp luật trên thị trường ngày càng tinh vi và phức tạp.

(2) Chỉ số VNindex tăng giảm thất thường và niềm tin của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán còn có sự bất ổn, điều này thể hiện rất rõ qua sự biến động của chỉ số VNIndex trong thời gian qua.

(3) Cơ sở vật chất, kỹ thuật và hạ tầng công nghệ thông tin còn hạn chế.

(4) Đội ngũ nhân sự lãnh đạo công ty còn thiếu và yếu về nghiệp vụ chuyên môn kinh doanh chứng khoán.

Ngoài những hạn chế nêu trên, trong thời gian vừa qua thị trường chứng khoán Việt Nam còn có nhiều vấn đề như sau:

(1) Thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn khá nhạy cảm và dễ bị tác động bởi các điều kiện kinh tế, diễn biến thị trường tài chính thế giới.

(2) Các tổ chức đầu tư còn ít trong khi các đầu tư cá nhân là chiếm đa số và tâm lý dễ chịu tác động bởi tin đồn, không theo một quy luật nào cả, ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán. Qua kết quả nghiên cứu cũng cho thấy, quản trị công có ảnh hưởng đến mối quan hệ của CCI và SMI tại các quốc gia có thu nhập trung bình cao, còn tại các quốc gia có thu nhập trung bình thấp thì ảnh hưởng này không đáng kể, và trường hợp tại Việt Nam cũng vậy.

(3) Chất lượng quản trị công ty còn thấp, chất lượng báo cáo tài chính ở một số doanh nghiệp còn hạn chế. Hiện tại, các doanh nghiệp mới chỉ dừng lại ở mức tuân thủ theo các quy định, chưa thực sự chủ động trong việc cải thiện chất lượng quản trị để nâng cao hoạt động của doanh nghiệp, đảm bảo quyền lợi tối ưu cho các cổ đông.

(4) Cuối năm 2019 đầu năm 2020, do các tác động tiêu cực của dịch Covid-19 bùng phát mà nền kinh tế Việt Nam gặp nhiều khó khăn, tăng trưởng kinh tế thì suy giảm nhưng thị trường chứng khoán lại có những biến động ngược chiều và liên tục đi lên. Tình trạng này cho thấy có thể có các nguy cơ tiềm ẩn trên thị trường chứng khoán, điều này có thể làm mất tính ổn định của thị trường chứng khoán Việt Nam trong ngắn hạn và ảnh hưởng đến sự phát triển của thị trường chứng khoán trong trung và dài hạn.

(5) Trong ngắn hạn do ảnh hưởng của đại dịch Covid-19 cùng với những bất ổn về chính trị trên thế giới có thể đem lại những rủi ro cho thị trường chứng khoán. Điều này ảnh hưởng đến sự ổn định và phát triển bền vững của thị trường chứng khoán Việt Nam, bởi vì khả năng chống chịu của thị trường chứng khoán Việt Nam trước các cú sốc cũng còn nhiều hạn chế.

- *Về chính sách*

(1) Cần có chính sách nhằm hiện đại hóa cơ sở vật chất, nâng cao hạ tầng công nghệ thông tin và cải cách thủ tục hành chính cho thị trường chứng khoán như: (i) Áp dụng công nghệ thông tin để tổ chức giao dịch và quản lý thị trường chứng khoán. (ii) Xây dựng hệ thống đảm bảo an ninh, an toàn mạng. (iii) Loại bỏ các thủ tục hành chính, các loại giấy phép không cần thiết để thị trường chứng khoán phát triển lành mạnh.

(2) Có chính sách phát triển nguồn nhân lực, nâng cao chất lượng nguồn nhân lực để đáp ứng yêu cầu phát triển bền vững thị trường chứng khoán. Tăng cường đào tạo đội ngũ quản lý, giám sát và tổ chức thị trường chứng khoán. Đào tạo những người tham gia hoạt động chứng khoán, để họ có đủ năng lực, trình độ quản lý cũng như đạo đức nghề nghiệp trong hoạt động trên thị trường chứng khoán nhằm góp phần phát triển lành mạnh thị trường chứng khoán Việt Nam.

(3) Các nhà quản lý phải có chính sách bảo vệ tốt các nhà đầu tư cá nhân nhằm giảm thiểu bất cân xứng thông tin giữa các nhà đầu tư này.

- *Về Quản lý thị trường*

(1) Hiện tại việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán chỉ ở mức tuân thủ theo quy định, trong khi chất lượng thông tin thì còn hạn chế. Tâm lý của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường dễ dao động, hành vi có tính bầy đàn nên dễ bị thao túng. Do đó các công ty niêm yết chứng khoán cần công bố thông tin rõ ràng minh bạch, đầy đủ để giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin khi tra cứu và đưa ra quyết định, như vậy sẽ tăng niềm tin tiêu dùng góp phần thúc đẩy thị trường chứng khoán hoạt động hiệu quả. Như vậy sẽ thu hút được người tiêu dùng đầu tư vào thị trường chứng khoán.

(2) Tăng cường công tác thanh tra, giám sát hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường. Đồng thời cần xử lý nghiêm các hành vi vi phạm đã sử dụng phương tiện truyền thông để đưa thông tin sai lệch, thông tin không đầy đủ, làm méo mó thông tin đối với các cá nhân, các tổ chức và doanh nghiệp.

(3) Hoàn thiện khung pháp lý cho thị trường giao dịch chứng khoán, hoàn thiện các nguyên tắc để thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển bền vững theo hướng minh bạch. Đồng thời cập nhật và ban hành kịp thời các quy định mới về giao dịch, công bố thông tin, niêm yết, đăng ký giao dịch và bổ sung, hoàn thiện các cơ chế một cách hiệu quả nhất.

(4) Quy luật cung cầu trên thị trường chứng khoán, nhưng cổ phiếu nào thường xuyên có người mua thì cổ phiếu đó sẽ có xu hướng tăng lên và ngược lại.

- *Về Các Doanh nghiệp*

(1) Cần có bộ phận hỗ trợ tư vấn và cung cấp thông tin đầy đủ cho các nhà đầu tư để họ tăng thêm niềm tin khi thực hiện đầu tư vào thị trường chứng khoán.

(2) Các doanh nghiệp cần công khai báo cáo tài chính của công ty một cách minh bạch, để nhà đầu tư có thể giám sát, xem xét đầu tư. Bởi vì đây là kết quả vận hành của doanh nghiệp, tình hình kinh doanh của công ty đang phát triển tốt hay đang suy giảm, từ đó giá cổ phiếu cũng có xu hướng tăng hay giảm.

- *Về Nhà đầu tư:* Các nhà đầu tư tổ chức đóng vai trò quan trọng đối với doanh nghiệp mà họ đầu tư thông qua việc giám sát tốt và nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Do đó nhà đầu tư cần phải có:

(1) Chiến lược đầu tư rõ ràng. Cần có danh mục đầu tư tốt.

(2) Biết chấp nhận rủi ro: Trên thị trường có nhiều biến động và có thể sẽ thu lỗ. Do đó nhà đầu tư cần phải biết chấp nhận rủi ro.

(3) Tâm lý nhà đầu tư: Thị trường chứng khoán là một thị trường rất nhạy. Nếu nhà đầu tư không có tâm lý vững vàng để chọn những thông tin chính xác thì sẽ đưa ra những quyết định sai lầm. Ngoài ra, thông tin và thời gian là 2 yếu tố quan trọng để quyết định sự thành công. Do đó, nhà đầu tư cần phải nhạy với biến động của thị trường.

Như vậy, tính ổn định và sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán Việt Nam ngày càng đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế. Do đó để thực hiện mục tiêu trên, cần phải thực hiện đồng bộ các biện pháp đã đề xuất.

DANH MỤC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CỦA TÁC GIẢ CÔNG BỐ

- [1] Trang, L. X., & Hang, N. P. T. (2023), Relationship between consumer confidence and stock market index in VietNam: Research impacts of the passion of Covid-19. *Journal of Finance – Marketing*. Vol. 14, Issue 3; 2023, ISSN: 1859-3690, DOI: <https://doi.org/10.52932/jfm.vi3>.
- [2] Trang, L. X., & Hang, N. P. T. (2023). The Impact of Public Government on the Relationship Between Consumer Confidence and Stock Market Index: A study in medium – income countries. *International Journal of Professional Business Review*, 8(6), e02438. DOI: <https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i6.2438>.
- [3] Lữ Xuân Trang & Phan Thị Hằng Nga (2023), Mối quan hệ giữa niềm tin tiêu dùng và chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu tài chính kế toán* (số 247).
- [4] Lữ Xuân Trang, Phan Thị Hằng Nga & Lê Thị Lanh (2024). Phương pháp tính chỉ số niềm tin tiêu dùng tại các quốc gia có thu nhập trung bình và khuyến nghị cho Việt Nam. *Những vấn đề kinh tế và chính trị thế giới*, 3 (335), p 67-77.