

Phân tích mối quan hệ giữa sự phát triển của thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam

Ngày nhận: 22/02/2013
Ngày nhận lại: 25/03/2013
Ngày duyệt đăng: 26/04/2013
Mã số: 02-13-BF-05

Nguyễn Hữu Huân
Trường Đại học Kinh tế TP.HCM
huanguyen@ueh.edu.vn

Tóm tắt

Bài viết nghiên cứu mối tương quan giữa sự tăng trưởng của thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế ở VN thông qua việc nghiên cứu mối quan hệ nhân quả giữa chỉ số VN-Index, và tổng thu nhập quốc nội GDP. Kết quả nghiên cứu cho thấy không có bằng chứng về mối quan hệ giữa chỉ số VN-Index và tăng trưởng kinh tế ở VN, từ đó nghiên cứu đưa ra đề xuất về hàm ý tái cấu trúc nền kinh tế VN.

Từ khóa: GDP, VN-Index, tăng trưởng kinh tế

Abstract

The paper explores relationships between development of the stock exchange and economic growth in Vietnam by examining causal relations between VNIndex and GDP. Research results show that no evidence of relations between VNIndex and Vietnamese economic growth is found. This finding implies many opinions about restructuring of Vietnamese economy.

Keywords: GDP, VN-Index, economic growth

1. Giới thiệu

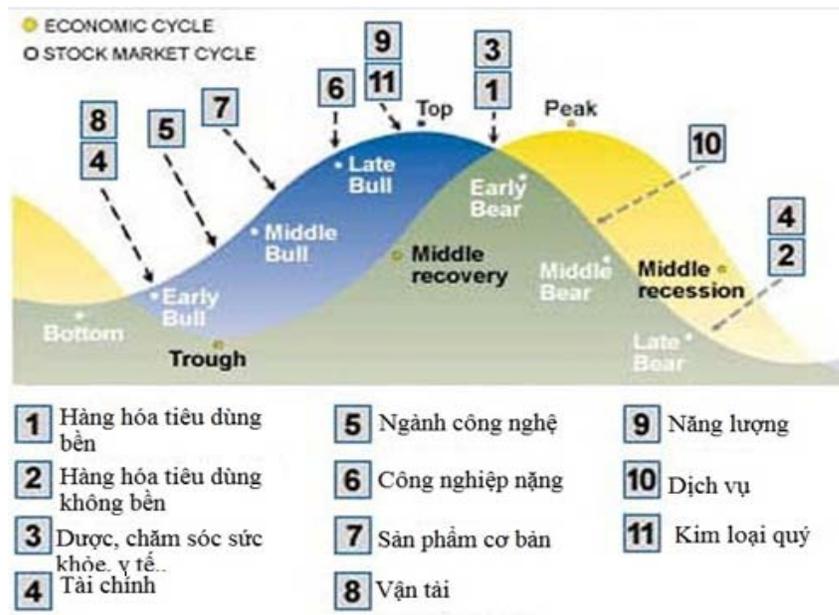
Trên thế giới, để đánh giá sự tăng trưởng của một nền kinh tế, người ta thường căn cứ vào sự phát triển của thị trường chứng khoán ở quốc gia đó, vì thị trường chứng khoán đóng một vai trò hết sức quan trọng trong việc cung vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế, nguồn vốn quyết định cho sự tăng trưởng kinh tế ở các quốc gia. Dường như không có một nền kinh tế phát triển nào trên thế giới mà không gắn liền với một thị trường chứng khoán phát triển xứng tầm với nó, chẳng hạn như Mỹ, Anh, Đức, Nhật v.v.. Và để tìm hiểu xem thực sự có mối liên hệ giữa sự phát triển của thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế hay không, đã có rất nhiều nghiên cứu được thực hiện để tìm câu trả lời cho vấn đề này. Để đóng góp thêm cho câu trả lời về mối quan hệ vĩ mô trên, tác giả tiến hành nghiên cứu mối liên hệ giữa phát triển thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế ở VN, từ đó đề xuất chính sách về tái cấu trúc nguồn vốn để giúp cho nền kinh tế VN phát triển nhanh và bền vững.

2. Cơ sở lý thuyết

Thị trường chứng khoán là một bộ phận của thị trường tài chính thực hiện chức năng tài trợ vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế. Hoạt động chính của thị trường chính là mua bán và trao đổi các chứng khoán có kì hạn trên 1 năm như trái phiếu, cổ phiếu, trái phiếu chuyển đổi, chứng khoán phái sinh, v.v..(Mishkin, 2010).

Chính vì thế, thị trường chứng khoán đóng một vai trò quan trọng trong việc cung ứng vốn đầu tư cho nền kinh tế. Thị trường chứng khoán phát triển, thì việc huy động vốn đầu tư của các doanh nghiệp sẽ diễn ra thuận lợi, dễ dàng. Các doanh nghiệp trong nền kinh tế sẽ có nguồn vốn trung và dài hạn để tái đầu tư, tái sản xuất để phát triển quy mô của doanh nghiệp, từ đó đóng góp vào sự tăng trưởng kinh tế của quốc gia. Thông qua thị trường chứng khoán, Chính phủ và chính quyền ở các địa phương cũng huy động được các nguồn vốn cho mục đích sử dụng và đầu tư phát triển hạ tầng kinh tế, phục vụ nhu cầu chung của xã hội. Thị trường chứng khoán không những thu hút các nguồn vốn trong nội địa mà còn giúp Chính phủ và các doanh nghiệp phát hành chứng khoán ra thị trường quốc tế để thu hút thêm nguồn vốn ngoại cho quốc gia. Việc thu hút vốn đầu tư nước ngoài qua kênh chứng khoán FPI (Foreign Portfolio Investment) là an toàn và hiệu quả vì các chủ thể phát hành được toàn quyền sử dụng vốn huy động mà không bị ràng buộc bởi bất kì điều khoản nào từ các nhà đầu tư nước ngoài.

Các nhân tố ở thị trường chứng khoán được xem là có mối liên hệ với sự tăng trưởng kinh tế như: Chỉ số giá chứng khoán của thị trường, giá trị vốn hóa thị trường, khối lượng giao dịch và tỉ suất sinh lợi của các chỉ số ngành... Lịch sử đã chỉ ra rằng các yếu tố này là một phần quan trọng của hoạt động giao dịch trên thị trường chứng khoán và có thể gây ảnh hưởng hoặc là một thước đo đánh giá kì vọng của xã hội đối với sự phát triển trong tương lai của nền kinh tế. Các chỉ báo này phản ánh động thái của nền kinh tế một cách nhạy bén và chính xác. Giá các chứng khoán tăng lên, quy mô thị trường và thanh khoản tăng lên cho thấy đầu tư đang mở rộng, nền kinh tế tăng trưởng và ngược lại, sự sụt giảm của các chỉ báo này sẽ cho thấy các dấu hiệu tiêu cực của nền kinh tế. Chính vì thế, thị trường chứng khoán thường được xem là phong vũ biểu của nền kinh tế, và chu kì của thị trường chứng khoán trên cơ sở lý thuyết thường đi trước nền kinh tế thực từ 3 đến 6 tháng.



Hình 1. Chu kỳ của thị trường chứng khoán và chu kỳ của nền kinh tế

3. Các nghiên cứu thực nghiệm trước đó

Để kiểm định lại tính đúng đắn của lí thuyết trên, đã có rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và phát triển của thị trường chứng khoán, và nó đã trở thành một chủ đề phổ biến trong nghiên cứu thực nghiệm (Levine, 2004).

Mối tương quan giữa tăng trưởng kinh tế và các chỉ số của thị trường tài chính đã được nghiên cứu đầu tiên bởi Goldsmith (1969), Mc Kinnon (1973) và Shaw (1973), đây là những nhà khoa học đã tìm thấy được bằng chứng về mối liên hệ này. Và các nhà nghiên cứu khác đã phát triển nên lí thuyết từ các nghiên cứu thực nghiệm này như Greenwood & Jovanovic (1990) hay Generally & Pagano (1993), các nhà nghiên cứu này đã tìm được bằng chứng về tác động cùng chiều của chỉ số tài chính đến tăng trưởng kinh tế.

Ake & Dehuan (2010) sử dụng Granger Causality Test để tìm kiếm mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán thông qua các chỉ số vốn hóa thị trường, tổng khối lượng giao dịch, lợi nhuận thị trường đến tăng trưởng kinh tế ở một số quốc gia (Anh và Pháp). Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ thuận chiều giữa thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế ở Pháp và Anh, tuy nhiên hai nhà khoa học này lại không tìm thấy mối quan hệ trên ở Bồ Đào Nha và Bỉ.

Harris (1997) đã tiến hành một nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế và đưa ra kết luận rằng không có bằng chứng mạnh mẽ về hoạt động của thị trường chứng khoán giúp ích cho sự phát triển kinh tế.

Ake & Ognaligui (2010) sử dụng Granger Causality Test để xác định mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế ở Cameroon, dựa vào dữ liệu chuỗi thời gian từ năm 2006-2010. Và họ chỉ ra rằng chỉ số chứng khoán Douala Stock Exchange không có tác động đến tăng trưởng kinh tế.

Qua đó, chúng ta có thể thấy được rằng không có một kết quả nghiên cứu thực nghiệm đồng nhất nào về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, số lượng lớn các nghiên cứu chỉ ra rằng có mối quan hệ một chiều từ thị trường chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế, hoặc ngược lại. Và dựa trên các nền tảng nghiên cứu trước đó, tác giả tiến hành nghiên cứu thực nghiệm mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế ở VN.

4. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu được tác giả thu thập từ quý 2/2005 đến quý 4/2012 của VN-Index và GDP theo nguồn dữ liệu của Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và Tổng cục Thống kê VN.

4.1. VN-Index

Là chỉ số giá chứng khoán cơ bản của thị trường chứng khoán VN, bao gồm hơn 200 mã chứng khoán được niêm yết.

VN-Index được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước tính toán theo phương pháp chỉ số giá bình quân Passcher. VN - Index được tính theo công thức sau:

$$Vn-Index = \frac{100 * \sum_{i=1}^N P_{1i} Q_{1i}}{\sum_{i=1}^N P_{0i} Q_{0i}}$$

Trong đó:

P_{1i} : Giá hiện hành của cổ phiếu i

Q_{1i} : Khối lượng đang lưu hành (khối lượng niêm yết) của cổ phiếu i

P_{0i} : Giá của cổ phiếu i thời kì gốc

Q_{0i} : Khối lượng của cổ phiếu i tại thời kì gốc

Dữ liệu VN-Index được lấy từ nguồn Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM

GDP (Tổng thu nhập quốc nội)

Tăng trưởng kinh tế được đo lường bởi sự gia tăng sản lượng trong nền kinh tế, và thường trên thế giới người ta sử dụng chỉ tiêu tổng thu nhập quốc nội, tức là tổng sản phẩm mà người dân trong lãnh thổ quốc gia đó tạo ra trong một năm, số liệu GDP VN được lấy từ Tổng cục Thống kê VN.

4.2. Phương pháp nghiên cứu

Dựa trên các nghiên cứu trước đó và đánh giá nguồn dữ liệu còn hạn chế hiện nay ở VN, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu là mô hình VAR, với hai biến nội sinh là sai phân bậc 2 của GDP và chỉ số VN-Index. Việc sử dụng mô hình VAR này có thể khắc phục được những hạn chế về mặt dữ liệu ở VN (do số quan sát quá ít) và khắc phục được hiện tượng nội sinh trong mô hình so với các mô hình ước lượng theo các phương pháp truyền thống như OLS (Ordinary least square).

$$y_{1t} = \beta_{10} + \beta_{11} y_{1t-1} + \dots + \beta_{1k} y_{1t-k} + \alpha_{11} y_{2t-1} + \dots + \alpha_{1k} y_{2t-k} + u_{1t}$$

$$y_{2t} = \beta_{20} + \beta_{21} y_{2t-1} + \dots + \beta_{2k} y_{2t-k} + \alpha_{21} y_{1t-1} + \dots + \alpha_{2k} y_{1t-k} + u_{2t}$$

Với:

y_{1t} : sai phân bậc 2 của GDP

y_{2t} : sai phân bậc 2 của VN-Index

u_{1t} : sai số (phần dư) của GDP

u_{2t} : sai số (phần dư) của VN-Index

y_{1t-k} : biến độ trễ của biến y_{1t} , với k là độ trễ.

5. Kết quả nghiên cứu

5.1. Kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu thời gian

Trước khi tiến hành kiểm định mối quan hệ giữa GDP và VN-Index, tác giả tiến hành kiểm định tính dừng của hai biến số này để đảm bảo rằng cả hai chuỗi dữ liệu GDP và VN-Index đều là chuỗi dừng. Nếu như điều kiện này không thỏa, thì phương trình hồi quy sẽ gặp vấn đề nghiêm trọng và ước lượng sẽ có thể bị chệch, không còn chính xác nữa. Giả thuyết H_0 là chuỗi dữ liệu GDP và VN-Index là chuỗi không dừng, và được kiểm định bằng phương pháp kiểm định nghiệm đơn vị (unit root test). Bảng 1 trình bày kết quả kiểm định nghiệm đơn vị của hai chuỗi dữ liệu thời gian GDP và VN-Index. Kết quả cho thấy, giả thuyết H_0 được chấp nhận ở chuỗi dữ liệu GDP và bị bác bỏ ở chuỗi dữ liệu VN-Index.

Bảng 1. Kết quả kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu GDP

Giả thuyết H_0 : Kiểm định nghiệm đơn vị của GDP

Biến ngoại sinh: Hằng số

Lag Length: 4 (Automatic based on SIC, MAXLAG=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0,883530	0,7772
Kiểm định giá trị tiêu chuẩn:		
1% level	-3,711457	
5% level	-2,981038	
10% level	-2,629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Bảng 2. Kết quả kiểm định tính dừng của VN-Index

Giả thuyết H_0 : Kiểm định nghiệm đơn vị của VN-Index

Biến ngoại sinh: Hằng số

Lag Length: 3 (Automatic based on SIC, MAXLAG=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3,108140	0,0379
Kiểm định giá trị tiêu chuẩn:		
1% level	-3,699871	
5% level	-2,976263	
10% level	-2,627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Do GDP là chuỗi không dừng nên không thể tiến hành hồi quy theo chuỗi dữ liệu này. Để khắc phục vấn đề này, tác giả lần lượt tiến hành lấy sai phân bậc 1 và bậc 2 của hai chuỗi dữ liệu GDP và VN-Index và tiếp tục kiểm định tính dừng của các chuỗi dữ liệu này sau khi đã lấy sai phân. Kết quả cho thấy GDP và VN-Index đều là chuỗi dừng ở sai phân bậc hai.

Bảng 3. Kết quả kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu sai phân bậc hai của GDP

Giả thuyết H_0 : Kiểm định nghiệm đơn vị của $D(\text{GDP},2)$

Biến ngoại sinh: Hằng số

Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-24,94853	0,0001
Kiểm định giá trị tiêu chuẩn:	1% level	-3,711457	
	5% level	-2,981038	
	10% level	-2,629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Bảng 4. Kết quả kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu sai phân bậc hai của VN-Index

Giả thuyết H_0 : Kiểm định nghiệm đơn vị của $D(\text{VN-Index},2)$

Biến ngoại sinh: Hằng số

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-7,180932	0,0000
Kiểm định giá trị tiêu chuẩn:	1% level	-3,699871	
	5% level	-2,976263	
	10% level	-2,627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

5.2. Chọn độ trễ phù hợp cho mô hình VAR cần hồi quy

Mô hình VAR được kiểm định bằng việc lựa chọn dựa vào độ trễ của các biến nội sinh

Bảng 5. Lựa chọn độ trễ phù hợp cho mô hình VAR

Biến nội sinh: $D(\text{GDP},2)$ $D(\text{VN-INDEX},2)$

Biến ngoại sinh: Hằng số

Mẫu: 1 31

Số quan sát: 24

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-320,1255	NA	1,56e+09	26,84379	26,94196	26,86983
1	-306,7997	23,32004	7,19e+08	26,06664	26,36116	26,14478
2	-302,1288	7,395649	6,87e+08	26,01073	26,50159	26,14096
3	-267,7059	48,76570*	55.651.659*	23,47550*	24,16269*	23,65781*

4	-266,8033	1,128315	75.132.851	23,73361	24,61715	23,96801
5	-263,0770	4,036814	82.484.998	23,75642	24,83630	24,04291

* Indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Kết quả xác định độ trễ phù hợp theo Order Selection Criteria, tác giả chọn độ trễ là 3 theo các tiêu chí LR, FPE, AIC, SC, và HQ.

Tiếp theo đó, giả tiến hành chạy mô hình VAR theo độ trễ là 3.

5.3. Kiểm định quan hệ nhân quả

Tác giả sử dụng phương pháp kiểm định Wald (VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald) để kiểm định mối quan hệ nhân quả giữa VN-Index và GDP theo mô hình VAR. Với giả thuyết H_0 : Không có mối quan hệ nhân quả.

Bảng 6. Kết quả kiểm định quan hệ nhân quả

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Mẫu: 1 31

Số quan sát: 26

Biến phụ thuộc: D(GDP,2)

Excluded	Chi-Square	df	Prob.
D(VN-INDEX,2)	2,892518	3	0,4085
All	2,892518	3	0,4085

Biến phụ thuộc: D(VN-INDEX,2)

Excluded	Chi-Square	df	Prob.
D(GDP,2)	2,232671	3	0,5255
All	2,232671	3	0,5255

Kết quả kiểm định quan hệ nhân quả cho thấy với P-value lần lượt là 0,485 và 0,525 chúng ta chấp nhận giả thuyết H_0 , và có thể kết luận rằng không tồn tại bằng chứng có mối quan hệ nhân quả giữa GDP và VN-Index.

5.4. Kiểm định tự tương quan

Để đánh giá mô hình có xảy ra hiện tượng tự tương quan hay không, tác giả tiến hành kiểm định tự tương quan (VAR Residual Portmanteau Tests).

Bảng 7. Kết quả kiểm định tự tương quanGiả thuyết H_0 : Không có hiện tượng tự tương quan tại độ trễ h

Mẫu: 1 31

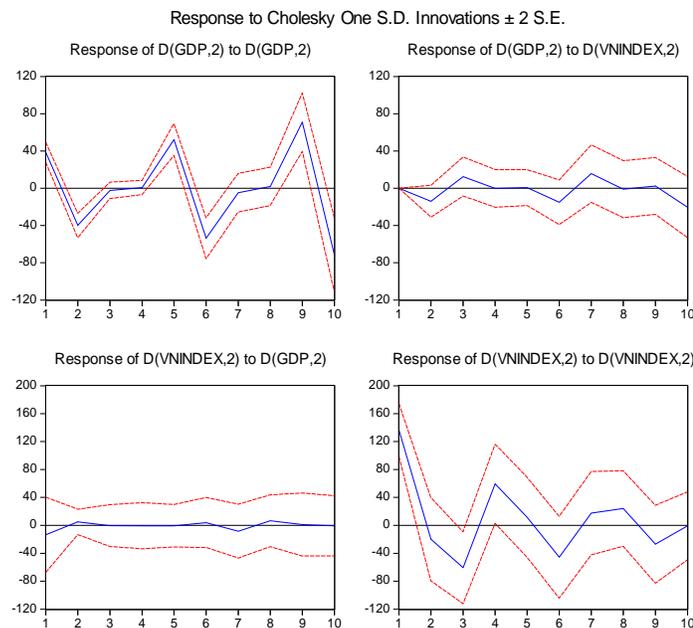
Số quan sát: 26

Lags	LM-Stat	Prob
1	1,292047	0,8627
2	1,074068	0,8984
3	2,714654	0,6067
4	5,326637	0,2554
5	1,396523	0,8448
6	1,563281	0,8154
7	4,045624	0,3999
8	24,30416	0,0001
9	0,282069	0,9909
10	2,478142	0,6486
11	2,904656	0,5739
12	1,053012	0,9017

Probs from chi-square with 4 df.

Kết quả cho thấy đa số các biến trễ trong mô hình đều không gây ra hiện tượng tự tương quan, và mô hình sử dụng là hiệu quả cho ước lượng.

Tiếp theo chúng ta tiến hành phân tích tác động phản ứng đẩy (Impulse Response) và phân tích phân rã phương sai (Variance Decomposition) để xem xét mối quan hệ giữa hai biến GDP và VN-Index. 5.5. Tác động phản ứng đẩy (Impulse Response)

**Hình 1. Tác động phản ứng đẩy**

Tác động phản ứng đẩy (Impulse Response) chỉ ra sự tác động của hai biến số, trong đó chỉ ra một xu hướng không rõ ràng và gia tăng dần sự biến động khi chu kỳ tăng lên trong tác động của

GDP với chính bản thân nó, tự hồi quy. Trong khi điều này là ngược lại đối với VN-Index khi tác động của chính nó giảm dần khi chu kì tăng lên. Bên cạnh đó, kết quả cũng chỉ ra tác động rất nhỏ và không đáng kể của VN-Index đến GDP, và điều này cũng tương tự ở chiều ngược lại, qua đó cho thấy mối liên hệ rất yếu thậm chí là không có mối liên hệ giữa hai biến số nghiên cứu là GDP và VN-Index.

5.6. Phân tích phân rã phương sai

Để đánh giá chính xác hơn về sự giải thích lẫn nhau giữa hai biến số VN-Index và GDP, tác giả tiến hành phân tích phân rã phương sai để đo lường mức độ giải thích giữa hai biến số này và tìm mối liên hệ giữa chúng theo chu kì là 10. Kết quả như sau:

Bảng 8. Kết quả phân tích phân rã phương sai

Phân rã phương sai của D(GDP,2):			
Period	S.E.	D(GDP,2)	D(VN-INDEX,2)
1	38,61935	100,0000	0,000000
2	57,24763	94,07970	5,920298
3	58,64843	89,80015	10,19985
4	58,65367	89,80105	10,19895
5	78,60218	94,31487	5,685131
6	96,38359	93,77474	6,225257
7	97,75885	91,39437	8,605634
8	97,78422	91,38655	8,613448
9	120,8790	94,32460	5,675404
10	142,0753	93,82933	6,170668
Phân rã phương sai của D(VN-INDEX,2):			
Period	S.E.	D(GDP,2)	D(VN-INDEX,2)
1	137,3177	0,975387	99,02461
2	138,8255	1,075424	98,92458
3	151,5126	0,903670	99,09633
4	162,7932	0,784388	99,21561
5	163,1997	0,782217	99,21778
6	169,5102	0,779084	99,22092
7	170,6158	1,012452	98,98755
8	172,4229	1,130527	98,86947
9	174,5282	1,107108	98,89289
10	174,5314	1,108855	98,89114
Cholesky Ordering: D(GDP,2) D(VN-INDEX,2)			

Phân tích phân rã phương sai cho thấy VN-Index chỉ giải thích được 6,2 % trong sự thay đổi của GDP, và GDP được giải thích đến 93,8 % trong sự biến động của chính nó. Trong khi đó, VN-Index chỉ có thể giải thích 1,1% trong việc dự báo sự thay đổi của GDP, và phần còn lại là sự thay đổi của chính VN-Index đối với nó.

6. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy không tồn tại bằng chứng về mối liên hệ giữa sự phát triển của thị trường chứng khoán VN thông qua chỉ số VN-Index và sự phát triển kinh tế ở VN thông qua chỉ số GDP bằng mô hình VAR, và các kiểm định về quan hệ nhân quả, phân tích tác động phản ứng đẩy.

Bên cạnh đó, phương pháp phân rã phương sai cho chúng ta kết luận chỉ 6,2 % dự báo về sự thay đổi của VN-Index được giải thích bởi tăng trưởng kinh tế, 93,8 % là bởi chính nó. Trong khi đó, chỉ 1,1 % dự báo về sự thay đổi của GDP được giải thích bởi VN-Index, và 98,9 % còn lại là bởi chính nó.

Qua đó, có thể kết luận không có mối liên hệ giữa sự phát triển thị trường chứng khoán VN và tăng trưởng kinh tế GDP ở VN.

Một số nguyên nhân chủ yếu có thể lí giải cho vấn đề trên như sau:

- Thị trường chứng khoán VN còn khá sơ khai, số lượng và chất lượng công ty niêm yết trên thị trường chưa thực sự đại diện cho cả nền kinh tế, rất nhiều các tập đoàn, các tổng công ty nhà nước vẫn chưa niêm yết trên thị trường chứng khoán VN.

- Vẫn còn tồn tại rất nhiều bất cập trên thị trường như các hiện tượng làm giá chứng khoán, bóp méo chỉ số, lũng đoạn thị trường của các tổ chức, cá nhân trên thị trường, khiến cho thị trường diễn biến phức tạp và không phản ánh trung thực về hoạt động của nền kinh tế, và làm cho các nhà đầu tư mất niềm tin đối với thị trường.

- Hệ thống NHTM vẫn là kênh huy động vốn chủ yếu của đa số các doanh nghiệp ở VN, và thị trường chứng khoán chưa thực sự phát huy tốt vai trò là cung vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế.

- Tỷ lệ người dân tham gia vào thị trường chứng khoán còn hạn chế, chỉ 1% dân số, trong khi tỷ lệ này ở Trung Quốc là 10%, Đài Loan là 70% và Mỹ là hơn 90%. Hơn nữa, phần lớn các nhà đầu tư hiện tại trên thị trường có rất ít kiến thức cơ bản về thị trường chứng khoán, và chủ yếu đầu tư theo đám đông, điều này cũng làm ảnh hưởng rất lớn đối với sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán VN.

7. Gợi ý chính sách

Hiện nay ở VN, thị trường chứng khoán vẫn chưa thực sự phát huy tốt vai trò của nó, theo kết luận của bài nghiên cứu, do một số tồn tại được nêu ở trên, nền kinh tế vẫn quá phụ thuộc vào hệ thống NHTM, nơi nguồn vốn trung và dài hạn hết sức hạn chế do các nguồn vốn chủ yếu của NHTM là nguồn vốn ngắn hạn.

Bên cạnh đó, việc độc quyền trong cung ứng vốn cho nền kinh tế của hệ thống NHTM gây ra những hệ quả nghiêm trọng cho nền kinh tế trong giai đoạn vừa qua như: Lãi suất tăng giảm bất thường, chi phí vay vốn quá cao so với các nước trong khu vực, hình thành các nhóm lợi ích, tình trạng sở hữu chéo tại các NHTM gây ảnh hưởng to lớn đến việc điều hành kinh tế vĩ mô của Chính phủ. Bên cạnh đó, rủi ro đạo đức tăng cao khi các ngân hàng chạy theo lợi nhuận khi cho vay tràn lan dẫn đến tình trạng nợ xấu tăng cao trong toàn hệ thống, gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến sự ổn định kinh tế vĩ mô, và buộc Chính phủ, ngân hàng nhà nước phải vào cuộc để tái cấu trúc lại hệ thống.

Trước những vấn đề nêu trên, trong việc tái cấu trúc nguồn vốn cung ứng cho nền kinh tế, Chính phủ không chỉ tập trung vào tái cấu trúc hệ thống NHTM, mà bên cạnh đó cần phải đưa ra các chính sách kích thích thị trường chứng khoán tăng trưởng một cách bền vững. Nhằm giúp thị trường phát huy tốt vai trò quan trọng của nó trong việc huy động vốn cho nền kinh tế, tạo ra một kênh huy động vốn cạnh tranh với hệ thống NHTM, giúp giảm chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp, loại bỏ tình trạng độc quyền, lợi ích nhóm của hệ thống NHTM, và hỗ trợ cho các doanh nghiệp hoạt động hiệu

quả hơn. Điều này sẽ góp phần vào công cuộc phát triển kinh tế VN bền vững trong giai đoạn mới, giai đoạn nền kinh tế hội nhập và phát triển.

Về mặt quản lý, điều hành thị trường chứng khoán, các giải pháp cần hướng vào các nội dung sau đây:

- Các cơ quan quản lý cần tăng cường thanh tra, giám sát các hoạt động giao dịch trên thị trường nhằm minh bạch hóa thông tin, hạn chế tình trạng thông tin bất cân xứng trên thị trường; thanh tra và xử lý các giao dịch nội gián, giao dịch lũng đoạn thị trường, nhằm hạn chế các trường hợp làm giá, bóp méo chỉ số của các tổ chức, cá nhân.

- Rút ngắn thời gian giao dịch, chuyển nhượng chứng khoán nhằm gia tăng tính thanh khoản cho thị trường chứng khoán, giảm thiểu được hiện tượng làm giá trên thị trường.

- Đẩy mạnh cổ phần hóa các doanh nghiệp, tổng công ty, tập đoàn nhà nước khi điều kiện nền kinh tế cho phép nhằm gia tăng nguồn cung có chất lượng cho thị trường, và giúp thị trường phản ánh chính xác hơn sự phát triển của nền kinh tế.

- Tiến hành tái cấu trúc thị trường chứng khoán toàn diện theo đề án tái cấu trúc của Chính phủ, trong đó ưu tiên việc hợp nhất hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và Hà Nội, giúp cho hoạt động giao dịch ở thị trường tập trung được thống nhất và liên thông với nhau.

- Phổ cập kiến thức cổ phiếu cho nhà đầu tư:

Công tác nghiên cứu và đào tạo kiến thức về chứng khoán và thị trường chứng khoán đã được thực hiện trong các cơ quan quản lý nhà nước về thị trường chứng khoán, cũng như các trường đại học khối ngành kinh tế - tài chính - ngân hàng trong cả nước. Tuy nhiên, những đối tượng được học tập và tiếp cận với những kiến thức chuyên ngành này vẫn tập trung ở những người làm việc trong lĩnh vực chứng khoán cũng như sinh viên các trường đại học thuộc khối ngành kinh tế. Còn đại bộ phận dân chúng vẫn rất xa lạ và có những hiểu biết mơ hồ về chứng khoán và thị trường chứng khoán, điều này làm cho số lượng người dân tham gia vào thị trường chứng khoán chiếm một tỉ lệ rất nhỏ trên tổng dân số, hơn nữa những người có tham gia vào thị trường thì với kiến thức hạn hẹp về chứng khoán, họ cũng rất dễ bị chi phối, đầu tư theo đám đông và làm cho các chỉ số chứng khoán phản ánh không trung thực những gì đang xảy ra trong nền kinh tế. Do đó, công việc nghiên cứu và phổ biến kiến thức cho đại đa số công chúng là yêu cầu cấp thiết để gia tăng nguồn cầu cho thị trường và giúp cho thị trường chứng khoán phát triển một cách bền vững. Có thể tiến hành đồng thời một số giải pháp sau để đạt được yêu cầu cấp thiết trên:

Thứ nhất, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã có trung tâm đào tạo chứng khoán và đã mở các lớp học thường xuyên nhằm cung cấp kiến thức cổ phiếu là điều hay cần phát huy. Trung tâm nên tiếp tục nghiên cứu và mở các lớp học mẫu ngắn hạn hay tổ chức các buổi nói chuyện chuyên đề về chứng khoán và TTCK tại các trung tâm văn hóa quận, huyện hay Nhà văn hóa Thanh niên, các buổi họp tổ dân phố cho đối tượng đang sinh hoạt tại đây có dịp vừa vui chơi giải trí vừa học tập bổ ích, và góp phần phổ cập hóa kiến thức chứng khoán cho người dân.

Thứ hai, các trường đại học tiếp tục hình thành và đầu tư phát triển hơn nữa bộ môn chứng khoán cũng như đưa các môn học chuyên sâu vào chương trình. Bên cạnh đó, tiến hành mở các lớp ngắn hạn phổ cập về kiến thức chứng khoán cơ bản và chuyên sâu đối với những người dân có nhu cầu.

Thứ ba, để cho thị trường chứng khoán không còn quá xa lạ với người dân, kiến nghị Ủy ban Chứng khoán Nhà nước kết hợp với các đài truyền hình nghiên cứu và xây dựng trò chơi truyền hình

về chứng khoán, nhằm tạo nên một phong trào tìm hiểu về kênh đầu tư mới mẻ này cho đại bộ phận người dân.

Xây dựng hệ thống định mức tín nhiệm ở VN:

Các công ty xếp hạng định mức tín nhiệm đóng một vai trò quan trọng trên thị trường chứng khoán, góp phần cung cấp các thông tin, các phân tích chuyên sâu cho các nhà đầu tư, giúp cho các nhà đầu tư có cái nhìn tổng quan và chính xác hơn về sự phát triển của thị trường chứng khoán, chính vì thế việc xây dựng hệ thống định mức tín nhiệm ở VN sẽ làm cho thị trường chứng khoán và các chỉ số giá trên thị trường hoạt động hiệu quả hơn.

Để các công ty định mức tín nhiệm có thể hình thành, tồn tại và phát triển trong bối cảnh thị trường chứng khoán VN còn non trẻ cần chú ý đến các vấn đề sau:

- *Thứ nhất*, về mặt pháp luật cần nhanh chóng xây dựng, hoàn thiện khung pháp lý về hoạt động của các công ty định mức tín nhiệm. Luật Cổ phiếu cần bổ sung một phần quy định về những vấn đề chung nhất trong hoạt động của các tổ chức định mức tín nhiệm như khái niệm, địa vị pháp lý, nguyên tắc tổ chức và hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm,... Vì hoạt động định mức tín nhiệm là hoàn toàn mới mẻ tại VN nên trong giai đoạn đầu, Chính phủ cần ban hành các nghị định để hướng dẫn thực hiện, tạo môi trường pháp lý thuận lợi cho hoạt động của các công ty định mức tín nhiệm. Bên cạnh đó, cần có những hoạt động tuyên truyền để nâng cao nhận thức của nhà phát hành và nhà đầu tư về định mức tín nhiệm.

Ngoài ra, trong quá trình xây dựng cơ sở pháp lý cho các tổ chức định mức tín nhiệm, cần chú ý đến tính độc lập của các tổ chức này. Tính độc lập của các tổ chức định mức tín nhiệm là tối quan trọng trong sự thành công và mức độ tin cậy của những tổ chức này. Tính độc lập của những tổ chức này sẽ giúp đưa ra những báo cáo, nhận định và ý kiến mang tính khách quan về tổ chức phát hành.

- *Thứ hai*, để hệ thống định mức tín nhiệm thành công cần có sự hợp tác, tiếp thu kinh nghiệm, chuyên môn từ các tổ chức định mức tín nhiệm trên thế giới. Việc nhận được sự hỗ trợ của quốc tế về chia sẻ kiến thức sẽ giúp VN tránh những sai lầm của nước khác trong quá trình xây dựng các tổ chức định mức tín nhiệm.

Hiện tại, có thể xem xét để chuyển Trung tâm Thông tin tín dụng nhà nước (CIC) thành công ty định mức tín nhiệm là thích hợp nhất vì hàng năm CIC cũng tổ chức đánh giá xếp hạng các doanh nghiệp. Mặc dù mức độ chất lượng thông tin là chưa cao, tuy nhiên việc chuyển mô hình hoạt động của CIC sẽ có rất nhiều điểm thuận lợi.

Cũng cần lưu ý rằng việc thành lập hệ thống định mức tín nhiệm tại VN không nên quá nóng vội mà phải tiến hành từng bước thật cẩn thận nhằm đảm bảo được tính chuyên nghiệp cần thiết. Trong giai đoạn đầu có thể thành lập một tổ chức định mức tín nhiệm thuộc sở hữu nhà nước và sau đó có thể cho phép chuyển thành sở hữu tư nhân ■

Tài liệu tham khảo

- Adamopoulos A., (2010), “Stock Market and Economic Growth: An Empirical Analysis for Germany”, *Business and Economics Journal*, Vol. 2010:BEJ-1.
- Ake B. and Dehuan J., (2010), “The Role of Stock Market Development in Economic Growth: Evidence from Some Euronext Countries”, *International Journal of Financial Research*, Vol. 1, No. 1, pp. 14-20.

- Ake B. and Ognaligui R.W., (2010), “Financial Stock Market and Economic Growth in Developing Countries: The Case of Douala Stock Exchange in Cameroon”, *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, No. 5, pp. 82-88.
- Atje R. and Jovanovic B., (1993), “Stock Markets and Development”, *European Economic Review*, Elsevier, Vol. 37(2/3), pp. 632-640.
- Bencivenga V. R. and Smith B. D., (1991), “Financial Intermediation and Endogenous Growth”, *Review of Economic Studies*, Vol.58, No.2, pp. 195-209.
- Dailami M. and Atkin M. (1990), “Stock Markets in Developing Countries: Key Issues and a Research Agenda”, *Country Economics Department the World Bank and Economics Department International Finance Corporation*, Working Papers 515, pp. 1-49.
- Deb S. G. and Mukherjee J., (2008), “Does Stock Market Development Cause Economic Growth? A Time Series Analysis for Indian Economy”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 21, pp. 142-149.
- Demirgüç-Kunt A. and Levine R. (1996), “Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview”, *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No. 2, pp. 223-239.
- Enisan A. A. and Olufisayo A. O., (2009), “Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Seven Sub-Sahara African Countries”, *Journal of Economics & Business*, Vol. 61(2), 162-171.
- Goldsmith, R.W., 1969, *Financial Structure and Development*, New Haven, Coon, Yale University Press.
- Greenwood J. and Jovanovic B., (1990), "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income," *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, Vol. 98(5), pp. 1076- 1107.
- Harris R.D.F., (1997), “Stock Markets and Development: A Re-Assessment”, *European Economic Review*, Vol. 41, No. 1, pp. 139-146.
- ISE 2010 Annual Report, <http://www.imkb.gov.tr/Publications/AnnualReports.aspx> Date of access: 26.01.2012
- Karagöz K. and Armutlu R., (2007), “Hisse Senedi Piyasasının Gelişimi ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği”, 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi, İnönü Üniversitesi, Malatya.
- King R. and Levine R., (1993a), “Finance, Entrepreneurship and Growth”, *Journal of Monetary Economics*, Vol.32, pp.513-542.
- King R. and Levine R., (1993b), “Finance and Growth. Schumpeter Might be Right”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108 (3), pp.717-737.
- Levine R., (1997), “Stock Markets Economic Development and Capital Control Liberalization”, *Investment Company Institute, Perspective*, Vol. 3, No. 5, pp.1-8. <http://www.ici.org/pdf/per03-05.pdf>, Date of access: 26.01.2012.
- Levine R., (2004), *Finance and Growth: Theory and Evidence*, NBER Working Paper No. w10766.
- Levine R. and Zervos S., (1996), “Stock Market Development and Long-Run Growth”, *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No. 2, pp: 323-339.
- McKinnon (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, D.C.
- Mishkin (2010), “Financial Markets and Institution”, Seventh edition, Pearson, pp.302-323.
- Pagano K. (1993), “Financial Markets and Growth: An Overview”, *European Economic Review*, 37(2/3), pp.613-622.
- Shaw E. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, www.hsx.vn
- Tổng cục thống kê VN, www.gso.gov.vn