

Sử dụng kiểm định nhân quả để phân tích mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán ở VN

Trần Văn Hoàng

Trường Đại học Ngoại thương - hoangtv@ftu.edu.vn

Tống Bảo Trân

Trường Đại học Ngoại thương - baotrantong@yahoo.com.vn

Ngày nhận: 09/07/2013
Ngày nhận lại: 09/09/2013
Ngày duyệt đăng: 10/02/2014
Mã số: 07-13-BG-05

Tóm tắt

Mục đích của nghiên cứu nhằm xác định mối quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán ở VN giai đoạn 2003-2012. Số liệu chuỗi thời gian theo quý của GDP và VN-Index được sử dụng và được kiểm định nhân quả Granger dựa trên mô hình VAR. Ngoài ra, nghiên cứu còn sử dụng một số kiểm định phụ trợ như kiểm định tính dừng, kiểm định đồng liên kết Johansen. Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ nhân quả một chiều từ thị trường chứng khoán tới tăng trưởng kinh tế. Những biến động giá chứng khoán ở sân giao dịch TP.HCM phản ánh tình hình kinh tế vĩ mô của đất nước, vì vậy có thể được sử dụng để dự báo tăng trưởng kinh tế VN trong tương lai. Nghiên cứu cũng khẳng định được vai trò quan trọng của thị trường chứng khoán đối với sự phát triển kinh tế VN.

Abstract

The research analyzes the causal relationship between economic growth and stock exchange in Vietnam in 2003-2012 employing time series about quarterly GDP and VN-Index. The objective of the research is to identify the relationship between economic growth and stock exchange through Granger causality test based on VAR model. The research also employs other tests, such as Johansen test and stationarity test. The results show that there exists a one-way causal relationship from stock exchange to economic growth. This implies that changes in stock prices in HOSE reflect Vietnam's macroeconomic conditions and they therefore can be used for predicting future economic growth. The research also affirms the important role of the stock exchange in the economic development in Vietnam.

Từ khóa:

Tăng trưởng kinh tế, thị trường chứng khoán, kiểm định nhân quả.

Keywords:

Economic growth, stock exchange, causality test

1. GIỚI THIỆU

Hệ thống tài chính ở VN ngày càng phát triển và hoàn thiện hơn trong những năm gần đây. Thị trường tài chính đóng một vai trò vô cùng quan trọng trong tăng trưởng kinh tế của một quốc gia đang phát triển như VN thông qua chức năng chính là huy động vốn cho nền kinh tế. Trong nỗ lực phát triển thị trường tài chính và tăng cường đóng góp của hệ thống tài chính vào tăng trưởng kinh tế, VN đã và đang thực hiện nhiều cải cách như ban hành Luật Chứng khoán, xây dựng đề án tái cấu trúc ngân hàng và thị trường chứng khoán.

Mối quan hệ giữa thị trường tài chính và tăng trưởng kinh tế là một chủ đề gây tranh cãi giữa các nhà kinh tế. Về mặt lí thuyết, hầu hết các nhà kinh tế đều đồng ý về tầm quan trọng của tài chính đối với quá trình phát triển kinh tế. Theo thuyết tăng trưởng kinh tế tân cổ điển của Solow, GDP tiềm năng tăng chủ yếu do hai yếu tố là đổi mới công nghệ và sự tích lũy các yếu tố đầu vào của quá trình sản xuất, đặc biệt là vốn. Theo Robert Solow, tăng trưởng kinh tế được thể hiện qua công thức: *Tăng trưởng GDP/đầu người = Phát triển của công nghệ + Tăng trưởng của Vốn/nhân công*

Tuy nhiên, về mặt thực nghiệm, có nhiều ý kiến trái chiều về tác động của thị trường tài chính lên tăng trưởng kinh tế. Điều đó do các nghiên cứu thực nghiệm về vấn đề này ở các nước khác nhau cho các kết quả khác nhau. Mặt khác, phần lớn các nghiên cứu về mối quan hệ giữa tài chính và tăng trưởng kinh tế chỉ giới hạn các trung gian tài chính ở hệ thống ngân hàng mà không đề cập những trung gian phi ngân hàng như thị trường chứng khoán. Cụ thể hơn, các nghiên cứu này thường sử dụng các chỉ số như mức cung tiền M2/GDP hay mức tín dụng/GDP. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán ngày nay đã được công nhận đóng một vai trò quan trọng trong sự phát triển kinh tế, đặc biệt là các ngành công nghiệp và thương mại. Đó là lí do tại sao Chính phủ, ngân hàng trung ương đều theo dõi sát sao diễn biến tình hình thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán sẽ đối mặt với nhiều trở ngại, khó khăn nếu không được quản lí chặt chẽ, đúng đắn hay thiếu các biện pháp hạn chế tác động của nhiều yếu tố bên ngoài.

Mối quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán là một vấn đề thu hút được sự quan tâm của nhiều người và cũng có nhiều ý kiến trái ngược nhau về vấn đề này. Các nghiên cứu thực nghiệm ở các nước khác nhau cho ra các kết quả không giống nhau và phụ thuộc vào đặc điểm hệ thống tài chính của từng nước. Thị trường chứng khoán có thể đóng vai trò quan trọng nhất trong hệ thống tài chính của nước này nhưng lại xếp thứ hai sau ngân hàng ở nước khác. Do vậy, chúng ta không thể

giải quyết trọn vẹn được vấn đề mối quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán một cách chung chung mà phải dựa trên quan điểm cụ thể. Bài nghiên cứu này sẽ tiến hành kiểm định mối quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán ở VN. Nếu như thật sự có mối quan hệ ấy, VN sẽ có thêm những nhìn nhận khác, sâu sắc hơn, toàn diện hơn về thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế. Từ đó, các bên liên quan như Chính phủ, nhà đầu tư, doanh nghiệp, chuyên gia kinh tế tiến hành thực hiện các điều chỉnh thích hợp nhằm giúp nền kinh tế và thị trường chứng khoán VN phát triển toàn diện, vững chắc.

Câu hỏi nghiên cứu của bài viết là liệu có hay không mối quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán ở VN. Mục tiêu nghiên cứu chung của bài viết là phân tích mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế ở VN bằng cách: (1) Kiểm tra sự hiện diện của mối quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán; và (2) Xác định chiều hướng và cường độ của mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán. Từ đó, bài nghiên cứu đề xuất các giải pháp, kiến nghị nhằm hoàn thiện mối quan hệ này ở VN để phát triển thị trường chứng khoán và nền kinh tế.

2. MỐI QUAN HỆ GIỮA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

2.1. Tác động của thị trường chứng khoán lên tăng trưởng kinh tế

Một trong những nhân tố quan trọng giúp tăng trưởng kinh tế là vốn. Nguồn vốn dồi dào hay khan hiếm, huy động khó hay dễ, mục đích và tính hiệu quả của việc sử dụng vốn ra sao đều có tác động lớn đến tăng trưởng kinh tế của một quốc gia. Theo lý thuyết, $GDP = C + I + G + X - M$. Nguồn vốn hầu như đều có tác động vào các thành phần riêng lẻ của GDP. Và thị trường chứng khoán, bên cạnh hệ thống ngân hàng, là nơi tạo điều kiện huy động, phân bổ nguồn vốn, giám sát việc sử dụng vốn và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn. Trong bài nghiên cứu “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, Levine & Zervos (1998) khẳng định một thị trường chứng khoán phát triển có thể cung cấp các dịch vụ tài chính đa dạng hơn hệ thống ngân hàng, vì thế thúc đẩy đầu tư và phát triển hơn bất kỳ các thành phần khác của hệ thống tài chính. N

ghiên cứu này còn phát hiện sự tăng nhanh trong mức vốn hóa thị trường hay số công ty niêm yết có thể cải thiện khả năng huy động vốn của nền kinh tế và phân tán rủi ro.

Tính thanh khoản cao của thị trường chứng khoán là một trong những đặc điểm thu hút nhà đầu tư. Bởi lẽ những nhà đầu tư thường lo ngại về việc không nắm giữ quyền kiểm soát vốn tiết kiệm của mình trong một khoảng thời gian dài. Giờ đây, những nhà

đầu tư ban đầu vẫn luôn có thể lấy lại vốn của mình trong quá trình đầu tư bởi vì họ có thể dễ dàng, nhanh chóng bán cổ phần mà mình đang nắm giữ cho người khác. Vì vậy, thị trường chứng khoán còn giúp thu hút vốn cho những dự án dài hạn, thúc đẩy kinh tế phát triển vững chắc về mặt lâu dài.

Thị trường chứng khoán nâng cao hiệu quả sử dụng vốn thông qua cơ chế “chọn lọc tự nhiên” và “mua bán sáp nhập”. Để tạo niềm tin cho những nhà đầu tư, công ty cần huy động vốn phải chứng minh khả năng tạo lợi nhuận từ nguồn vốn huy động được. Ngược lại, người thừa vốn cũng chỉ lựa chọn những công ty có triển vọng kinh doanh tốt để đầu tư. Như vậy, giống như cơ chế chọn lọc tự nhiên, chỉ những công ty, những lĩnh vực có tiềm năng phát triển, đem lại lợi nhuận cao mới huy động được nguồn vốn. Hơn nữa, thị trường chứng khoán cũng đảm bảo hiệu quả sử dụng vốn thông qua mua bán, sáp nhập trên thị trường. Chính mối đe dọa công ty bị mua lại, sáp nhập sẽ khuyến khích, tạo động lực cho ban quản lý công ty tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Nếu những nhà quản lý công ty không tối đa hóa giá trị công ty thì những chủ thể kinh tế khác sẽ cố gắng nắm quyền kiểm soát doanh nghiệp, thay thế ban quản trị, tái cấu trúc để công ty mới hoạt động hiệu quả hơn. Vì vậy, thị trường chứng khoán - môi trường chuyên mua bán quyền sở hữu doanh nghiệp, bằng cách nâng cao kỉ luật, tinh thần tự giác về phương diện tài chính sẽ đảm bảo, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, tăng cường quản lý tài chính doanh nghiệp.

Bên cạnh quan điểm cho rằng thị trường chứng khoán tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế, vẫn còn có ý kiến cho rằng thị trường chứng khoán không có đóng góp gì hoặc thậm chí kéo chậm đà tăng trưởng kinh tế, nhất là ở những nước đang phát triển. Mối tương quan nghịch giữa thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế có thể được giải thích như sau:

Hiệu ứng chèn lấn: Đây là hiện tượng sụt giảm trong tiêu dùng hoặc đầu tư tư nhân xảy ra do sự gia tăng trong chi tiêu của chính phủ. Nếu các khoản đầu tư công gia tăng mà không được hỗ trợ bằng việc tăng thuế thì chính phủ thường phải sử dụng nợ vay để tài trợ, gây áp lực tăng lãi suất. Các khoản tiết kiệm sẽ được đầu tư vào công cụ tài chính khi những công cụ này đưa ra mức lãi suất cao hơn các dự án đầu tư thực, gây khó khăn trong việc tìm vốn cho dự án. Hơn nữa, lãi suất đi vay quá cao gây tác động sụt giảm trong đầu tư của khu vực tư nhân. Trong dài hạn, sự sụt giảm này có thể tạo những tác động nghiêm trọng tới tăng trưởng kinh tế.

- Quan điểm “thị trường chứng khoán là sông bạc được hợp pháp hóa”: Quan điểm này cho rằng thị trường chứng khoán giống như một sông bạc. Ở đó, nhiều người đầu cơ hơn là đầu tư, các biến động kinh tế không được phản ánh vào giá chứng khoán trên thị trường tài chính. Đôi khi hoạt động đầu cơ tài chính gây lũng đoạn thị trường, ảnh hưởng đến các chỉ số cơ bản của nền kinh tế như lãi suất, tỉ giá. Trường hợp này thường gặp ở những nước đang phát triển như VN, tạo ra khoảng cách lớn giữa thị trường tài chính và hoạt động kinh tế thực, tổn hại đến quá trình phát triển kinh tế.

- Quan điểm “Đầu tư ngắn hạn”: Thị trường chứng khoán thường phản ứng nhanh với những thông tin làm thay đổi kì vọng của nhà đầu tư. Những biến động nhanh như vậy thường gây ra lợi nhuận hoặc lỗ trong ngắn hạn. Điều này khuyến khích những người đầu cơ ngắn hạn, bởi họ muốn thu lợi nhuận càng nhanh càng tốt. Ban giám đốc các công ty có thể điều chỉnh chiến lược, tập trung vào đầu tư ngắn hạn làm đẹp bộ mặt công ty, nhắm tới những mục tiêu ngắn hạn khi thực hiện dự án. Như vậy, những dự án đầu tư dài hạn tiềm năng bị đánh giá thấp, gây hại đến tăng trưởng kinh tế trong dài hạn.

2.2. Tác động của tăng trưởng kinh tế lên thị trường chứng khoán

Thị trường chứng khoán chịu nhiều ảnh hưởng của các yếu tố kinh tế vĩ mô, trong đó có tăng trưởng kinh tế. Khi định giá cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu luồng cổ tức, ta có công thức tính như sau:

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{DIV_t}{(1+k)^t} + \frac{P_t}{(1+k)^t}$$

Trong công thức trên, các thành phần DIV (cổ tức) và k (suất chiết khấu) chịu ảnh hưởng rất lớn của tình hình kinh tế chung. Các dòng DIV và giá chứng khoán phản ánh kì vọng của nhà đầu tư về hoạt động kinh tế trong tương lai. Bởi vì các dòng tiền được chiết khấu về giá trị hiện tại là các dòng tiền được tạo ra bởi công ty trong tương lai. Và các dòng tiền trong tương lai phần nào phản ánh tình hình phát triển kinh tế của quốc gia. Trong những giai đoạn kinh tế tăng trưởng mạnh, các công ty sẽ kiếm được nhiều lợi nhuận hơn, trả nhiều cổ tức hơn cho nhà đầu tư, vì vậy tăng giá trị hiện tại của cổ phiếu. Hơn nữa, tỉ suất chiết khấu k có thể nhỏ khi nền kinh tế ổn định nhưng k sẽ lớn khi nền kinh tế bất ổn để bù đắp một số rủi ro. Nền kinh tế phát triển cải thiện mức độ tự tin, niềm tin của nhà đầu tư vào thị trường, khuyến khích họ đầu tư nhiều hơn vào chứng khoán và ngược lại. Khi kinh tế phát triển, tỉ lệ thất nghiệp giảm, nhiều người có cơ hội tìm được việc làm, dẫn đến tăng thu nhập khả dụng của người dân và mọi người

có xu hướng tiêu dùng nhiều hơn. Với nhu cầu hàng hóa dịch vụ tăng, các công ty sẽ thu được nhiều lợi nhuận hơn dẫn đến giá chứng khoán của họ cũng sẽ tăng. Hơn nữa, để bắt kịp nhu cầu tiêu dùng ngày càng tăng, các công ty gia tăng sản xuất, tăng cường hoạt động đầu tư vào máy móc, thiết bị hiện đại, xây dựng nhà máy mới... Chính điều này thúc đẩy mức tăng trưởng thu nhập của công ty trong tương lai, củng cố niềm tin nhà đầu tư vào dòng tiền sẽ nhận được, cuối cùng dẫn đến tăng giá chứng khoán.

Một nền kinh tế tăng trưởng cao, ổn định còn thu hút được vốn đầu tư nước ngoài dưới dạng trực tiếp (FDI) và gián tiếp (FII). FII có thể tác động tích cực hoặc tiêu cực vào thị trường chứng khoán. Chẳng hạn, khi FII đổ vào một thị trường chứng khoán nào đó để mua số lượng cổ phiếu lớn thì giá cổ phiếu có thể tăng cao và khi bán với số lượng lớn thì gây áp lực giảm giá. Hơn nữa, khi có nhiều nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào thị trường nội địa, điều đó giúp cải thiện tính hiệu quả, năng động của thị trường. FII cũng có thể là thủ phạm gây ra khủng hoảng kinh tế khi chúng được rút ồ ạt ra khỏi thị trường chứng khoán như khủng hoảng Đông Á 1997 ở Thái Lan, ảnh hưởng nghiêm trọng đến hệ thống tài chính quốc gia.

Như vậy, dù qua con đường trực tiếp hay gián tiếp, tăng trưởng kinh tế đều có những tác động nhất định lên thị trường chứng khoán. Tác động ấy tích cực hay tiêu cực phụ thuộc vào đặc điểm, cấu trúc tài chính của từng quốc gia.

3. DỮ LIỆU VÀ CÁC BIẾN

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập, xử lý, tính toán và phân tích trong giai đoạn từ 01/01/2003 đến 31/12/2012 ở VN theo quý. Nghiên cứu sử dụng giá cổ phiếu phổ thông được niêm yết trên sàn HOSE. Tăng trưởng kinh tế được thể hiện qua chỉ số GDP. Số liệu được thu thập từ Tổng cục Thống kê (thu thập GDP), Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (VN-Index).

LNGDP: Thể hiện cho chỉ tiêu tăng trưởng kinh tế, bài nghiên cứu lấy số liệu GDP thực (tính theo giá so sánh 1994) để loại bỏ ảnh hưởng của yếu tố lạm phát.

LNVNINDEX: Thể hiện tình hình hoạt động của thị trường chứng khoán. Trong suốt giai đoạn nghiên cứu, chỉ số VN-INDEX đợt 3 mỗi ngày sẽ được thu thập và dùng để tính VN-INDEX trung bình quý như sau:

$$\text{VN-Index hàng quý} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{VN-INDEX, ngày (đợt 3)}}{n}$$

Trong đó: n là số ngày có giao dịch trong quý

4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Nghiên cứu sử dụng mô hình tự hồi quy véctor VAR để kiểm định mối quan hệ nhân quả giữa thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế. Mô hình VAR xem xét mối quan hệ giữa các chuỗi thời gian khác nhau. Mô hình thực nghiệm theo VAR cho nghiên cứu này như sau:

$$LNGDP_t = \beta_i LNGDP_{t-i} + \beta_j LNINDEX_{t-j} + \varepsilon_t \varepsilon_t$$

Khi nghiên cứu các dữ liệu theo chuỗi thời gian, việc kiểm tra tính dừng hay không dừng của chuỗi dữ liệu thời gian là cần thiết. Chúng ta phải kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu thời gian vì nếu tiến hành hồi quy một chuỗi không dừng lên một chuỗi khác có thể gây ra hiện tượng hồi quy giả. Nghiên cứu sử dụng kiểm định ADF, Phillip-Peron và KPSS để kiểm định tính dừng. Tuy nhiên, nếu một tổ hợp tuyến tính giữa các chuỗi không dừng là một chuỗi dừng thì hồi quy là hồi quy thực và các chuỗi thời gian không dừng đó được cho là đồng liên kết. Nói cách khác, nếu phần dư trong mô hình giữa các chuỗi thời gian không dừng là một chuỗi dừng, thì kết quả hồi quy là thực và thể hiện mối quan hệ cân bằng dài hạn giữa các biến trong mô hình. Bài nghiên cứu sử dụng kiểm định đồng liên kết dựa trên phương pháp VAR của Johansen & Juselius (1990).

Kiểm định nhân quả Granger được tiến hành để nghiên cứu chiều hướng tác động giữa các biến: X tác động một chiều lên Y, Y tác động một chiều lên X hay cả hai đều có tác động qua lại lẫn nhau. Phương pháp của Granger dựa trên nguyên tắc nếu biến X gây ra biến Y thì một tỉ lệ giá trị của Y tại thời điểm nghiên cứu phải được giải thích bằng các giá trị quá khứ của X. Tức là khi đưa các giá trị trễ của X vào phương trình giải thích Y thì chất lượng phương trình tăng lên và các biến trễ của X có ý nghĩa về mặt thống kê, nhờ đó X cũng sẽ tham gia tích cực vào giải thích và dự báo Y và ngược lại.

5. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Bảng 1. Mô tả thống kê số liệu

Chỉ số	LNGDP	LNVNINDEX
Trung bình	11,65060	5,966838
Trung vị	11,64830	6,027180
Giá trị lớn nhất	12,14450	6,942760

Giá trị nhỏ nhất	11,10390	4,975077
Độ lệch chuẩn	0,253796	0,511318
Hệ số bất đối xứng	-0,109070	-0,044315
Hệ số nhọn	2,351904	2,700303
Chỉ số Jarque-Bera	0,779355	0,162789
Giá trị xác suất p	0,677275	0,921830
Tổng	466,0242	238,6735
Tổng bình phương	2,512087	10,19639
Số quan sát	40	40

Nguồn: Kết quả truy xuất từ phần mềm Eviews

Kiểm định JB được sử dụng để kiểm tra phân phối của các biến. Dựa vào kết quả chạy Eviews, ta thấy giá trị p của LNGDP và LNVNINDEX (lần lượt là 0,677275 và 0,921830) đều lớn hơn 0,05 (mức ý nghĩa 5%) nên cả hai biến LNGDP và LN đều có phân phối chuẩn.

Bảng 2. Kết quả kiểm định tính dừng theo ADF test và PP test

Biến	ADF	ADF	PP	PP
	(chặn)	(chặn & xu hướng)	(chặn)	(chặn & xu hướng)
LNGDP	-2,924953	-1,154906	-3,870118*	-19,84737*
LNVNINDEX	-3,067423**	-2,754682	-1,934874	-1,584173
LNGDP	-0,979623	-2,115646	-37,20660*	-36,29654*
LNVNINDEX	-4,668194*	-4,834006*	-4,680248*	-4,814600*

Nguồn: Tổng hợp kết quả truy xuất từ phần mềm Eviews

Ghi chú: *, ** thể hiện có khả năng bác bỏ giả thuyết H_0 ở mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 5% và Δ : sai phân bậc một.

Ta thấy cả hai kiểm định ADF và PP đều cho ra kết quả rằng biến LNVNINDEX không dừng ở chuỗi gốc mà dừng ở sai phân bậc một ở mức ý nghĩa 1% hay I(1). Đối với biến LNGDP, kết quả kiểm định ADF và PP cho kết quả trái ngược nhau. Để đi đến

kết luận, ta xem xét thêm kết quả kiểm định Kwiatkowski-Philips-Schmidt-Shin (KPSS) cho LNGDP.

Bảng 3. Kết quả kiểm định tính dừng của LNGDP theo KPSS test

Biến	KPSS statistic (chặn)	KPSS statistic (chặn và xu hướng)
LNGDP	0,914101*	0,114878**
LNGDP	0,117404	0,114991
Giá trị tới hạn ở 1%	0,739000	0,216000
Giá trị tới hạn ở 5%	0,463000	0,146000
Giá trị tới hạn ở 10%	0,347000	0,119000

Nguồn: Tổng hợp kết quả truy xuất từ phần mềm Eviews

Cả phương pháp PP và KPSS đều cho rằng LNGDP dừng ở sai phân bậc 1. Do đó, ta có thể kết luận rằng LNVNINDEX và LNGDP cùng dừng ở I(1).

Kết quả kiểm định đồng liên kết Johansen rất nhạy cảm với độ trễ được chọn. Do vậy, trước khi thực hiện kiểm định Johansen, chúng ta cần xác định độ trễ cho các biến. Kết quả cho thấy rằng cả 2 tiêu chuẩn AIC và SIC đều chọn độ trễ tối ưu là 5.

Bảng 4. Kết quả lựa chọn độ trễ tối ưu

Độ trễ	LogL	LR	FPE	AIC	SC
0	-13,84134	NA	0,008705	0,931844	1,021630
1	14,21468	51,16098	0,002116	-0,483216	-0,213859
2	23,20021	15,32825	0,001584	-0,776483	-0,327553
3	23,39904	0,315793	0,001996	-0,552885	0,075617
4	144,6417	178,2980	2,05e-06	-7,449512	-6,641439

5	155,3663	14,50972*	1,41e-06*	-7,845075*	-6,857430*
6	158,7952	4,235695	1,51e-06	-7,811481	-6,644264

* Độ trễ được chọn theo mỗi tiêu chuẩn

Nguồn: Kết quả truy xuất từ phần mềm Eviews

Bảng 5. Kết quả kiểm định đồng liên kết Johansen

Mẫu (được điều chỉnh): 7 40

Số quan sát sau khi điều chỉnh: 34

Chuỗi dữ liệu: LNGDP LNVNINDEX

Khoảng độ trễ (sai phân bậc nhất): 1 to 5

Giả thuyết về	Giá trị	Giá trị Trace	Giá trị tới hạn	Xác suất p.**
Không có đồng LK *	0,327979	16,46143	15,49471	0,0357
Có 1 đồng LK	0,083043	2,947610	3,841466	0,0860

Kiểm định Trace cho thấy có 1 mối quan hệ đồng liên kết ở 5%

* Bác bỏ giả thuyết ở 5%

** Giá trị p MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

Nguồn: Kết quả truy xuất từ phần mềm Eviews

Bảng 5 cho thấy các biến có đồng liên kết và mối quan hệ đồng liên kết này đã loại bỏ hiện tượng hồi quy không xác thực, đồng thời xác nhận có một mối quan hệ nhân quả Granger.

Bảng 6. Kết quả kiểm định nhân quả Granger

Kiểm định nhân quả Granger theo từng cặp

Mẫu: 1 40

Độ trễ: 5

Giá thuyết H_0 :	Số quan sát	Giá trị F	Xác suất
LNVNINDEX tác động nhân quả lên LNGDP	35	3,67917	0,0130
LNGDP tác động nhân quả lên LNVNINDEX		0,22526	0,9479

Nguồn: Tổng hợp các kết quả truy xuất từ phần mềm Eviews

Kết quả kiểm định nhân quả Granger như sau: Có quan hệ nhân quả một chiều từ LNVNINDEX sang LNGDP nhưng không có quan hệ nhân quả từ LNGDP sang LNVNINDEX ở mức ý nghĩa 5%.

6. THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Các kiểm định cho thấy chỉ có một mối quan hệ nhân quả từ LNVNINDEX sang LNGDP. Điều đó có nghĩa rằng thị trường chứng khoán có ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế ở VN. Như vậy, thị trường chứng khoán nên được xem xét như một động lực cho tăng trưởng kinh tế, là một phần không thể tách rời khỏi hệ thống tài chính quốc gia và nên được xem xét trong các chính sách phát triển kinh tế của Nhà nước.

Bảng 7. Ước lượng mô hình VAR

	LNGDP	LNVNINDEX
Mẫu (được điều chỉnh): 6 40		
Số quan sát được tính: 35 (sau khi điều chỉnh)		
Giá trị t trong dấu []		
LNVNINDEX(-1)	0,010228* [1,88186]	1,254186 [6,56078]
LNVNINDEX(-2)	-0,001349 [-0,16507]	-0,545057 [-1,89668]
LNVNINDEX(-3)	0,008106 [1,04662]	0,641313 [2,35425]
LNVNINDEX(-4)	-0,010389 [-1,27646]	-0,657226 [-2,29605]
LNVNINDEX(-5)	-0,005161 [-0,82237]	0,177429 [0,80378]
C	0,321885* [2,51154]	1,425335 [0,31621]
R ²	0,999614	0,862386
R ² điều chỉnh	0,999454	0,805047

*: Có ý nghĩa thống kê ở mức 10%

Nguồn: Trích một phần kết quả truy xuất từ phần mềm Eviews

Kết quả hồi quy được trình bày ở Bảng 7 cho thấy sự thay đổi của VN-Index có tương quan tỉ lệ thuận với sự thay đổi của GDP với độ trễ bằng 1 (hệ số LNVNINDEX (-1) là $0,010228 > 0$). Kết quả hồi quy chỉ ra rằng khi VN-Index quý t-1 tăng lên 1% thì GDP quý t chỉ tăng lên 0,010228%. Con số này chứng tỏ thị trường chứng khoán có tác động tích cực lên tăng trưởng kinh tế ở VN nhưng cường độ tác động còn khá yếu.

Vậy tại sao thị trường chứng khoán VN có ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng kinh tế nhưng tác động này không lớn? Có thể nói, một trong những đóng góp quan trọng của thị trường chứng khoán cho tăng trưởng kinh tế là chức năng huy động và phân bổ nguồn vốn hợp lí vào các doanh nghiệp làm ăn hiệu quả. Tuy nhiên, ở VN vẫn còn tồn tại nhiều bất cập gây khó khăn cho việc thực hiện chức năng trên là sự lỏng lẻo về pháp lí khiến thị trường chứng khoán không hấp dẫn. Hệ thống hành chính, pháp lí về quản lí thị trường chứng khoán chưa chặt chẽ và cụ thể, chế tài xử phạt cũng chưa nghiêm nhưng lại rườm rà, phức tạp ở một số quy định. Một trong những vấn đề lớn khiến VN không thể thu hút nhà đầu tư là mức độ bảo vệ nhà đầu tư quá thấp. Theo báo cáo *Doing Business 2013* của World Bank, VN được xếp hạng 169/185 quốc gia về mức độ bảo vệ nhà đầu tư, kém xa những nước trong khu vực như Malaysia (4/185), Thái Lan (13/185), Indonesia (49/185). (IFC & World Bank (2013), *Doing Business 2013: Vietnam Economy Profile*)

Quản trị công ty kém khiến thị trường chứng khoán VN mất điểm trước những nhà đầu tư. Theo Báo cáo thẻ điểm quản trị 2012 do IFC, Diễn đàn quản trị công ty toàn cầu, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước phối hợp khảo sát 100 công ty niêm yết trên HNX và HOSE thì không có công ty nào ở VN đạt mức độ tốt về quản trị doanh nghiệp vì toàn bộ điểm số quản trị công ty đều dưới 60%, điểm bình quân cho tất cả các doanh nghiệp chỉ đạt 42,5% trong khi tiêu chuẩn để đạt mức độ quản trị công ty tốt là điểm số từ 65%-74%. (International Finance Corporation (2012), *Vietnam Corporate Governance Scorecard 2012*).

Một thực trạng khác nữa là nhiều doanh nghiệp ở VN còn ngại lên sàn vì phải công bố thông tin kinh doanh cho công chúng. Các doanh nghiệp, ngân hàng lớn vẫn còn vắng bóng trên thị trường chứng khoán. Trong khi đó, nhiều doanh nghiệp niêm yết hoạt động không hiệu quả, kết quả kinh doanh kém vẫn còn tồn tại trên sàn.

Hiện nay có nhiều công ty chứng khoán trên thị trường chứng khoán VN (hơn 100 công ty). Điều đáng nói là các công ty nhỏ lẻ còn lại hoạt động không hiệu quả, phát sinh lỗ, làm tiêu hao vốn cổ đông, gây rủi ro cho những nhà đầu tư mở tài khoản giao

dịch tại những công ty này. Nhiều công ty còn làm những điều sai trái như: tự ý rút tiền, tự ý dùng tài sản của khách hàng để cầm cố, thế chấp vay tiền, tự vẫn cho khách hàng một đằng làm một nẻo. Công tác đào tạo và giám sát chất lượng nhân lực đang hoạt động trong các công ty chứng khoán cũng bị buông lỏng. Theo ước tính của đại diện Ủy ban Chứng khoán, số người có chứng chỉ hành nghề trong tổng số người đang hành nghề hiện nay chỉ khoảng 50-60%.

Gần đây, hàng loạt các vụ vi phạm, lừa đảo của nhân viên hành nghề chứng khoán gây thiệt hại nghiêm trọng cho nhà đầu tư chân chính. Một trong những nguyên nhân gây ra thực trạng trên là do thiếu quy tắc đạo đức hành nghề trong lĩnh vực đầu tư. Có thể nói đạo đức nghề nghiệp trong lĩnh vực đầu tư chứng khoán vô cùng quan trọng. Nếu không có sự tự giác từ bản thân những người hành nghề thì chúng ta không thể nào đảm bảo tính minh bạch cho thị trường mà hậu quả thì khó có thể đo lường được. Pháp luật vẫn còn nhiều kẽ hở trong vấn đề này và chuẩn mực đạo đức trong lĩnh vực đầu tư cũng chưa tồn tại. Các công ty chứng khoán cũng có quy tắc đạo đức nghề nghiệp cho riêng công ty mình nhưng như thế thì chưa tạo được một bộ quy tắc đồng nhất trong cộng đồng kinh doanh chứng khoán, dẫn đến khả năng tuân theo chuẩn mực đạo đức không cao.

Những vấn đề được nêu ở trên đã gây ra tình trạng thông tin bất cân xứng trên thị trường, tính minh bạch và tính thanh khoản của thị trường kém, nhà đầu tư mất niềm tin vào thị trường, không thu hút được nhà đầu tư tiềm năng mà hậu quả cuối cùng là bóp méo chức năng huy động và phân bổ vốn của thị trường chứng khoán, ảnh hưởng xấu đến tăng trưởng kinh tế ở nước ta.

7. KẾT LUẬN

Từ kết quả kiểm định và thảo luận kết quả ở trên, chúng ta khẳng định rằng có mối quan hệ nhân quả tích cực một chiều từ thị trường chứng khoán sang tăng trưởng kinh tế ở VN. Nghĩa là thị trường chứng khoán hoạt động hiệu quả sẽ là động lực cho tăng trưởng kinh tế và những biến động trên thị trường chứng khoán có thể được dùng để dự báo tốc độ tăng trưởng kinh tế trong tương lai. Như vậy, bên cạnh hệ thống ngân hàng, thị trường chứng khoán đã chứng minh được tầm quan trọng của mình đối với tổng thể nền kinh tế thông qua chức năng chính là huy động và phân bổ nguồn vốn hợp lý. Tuy nhiên, tác động của thị trường chứng khoán tới tăng trưởng kinh tế còn yếu, việc nhận ra tầm quan trọng và những vấn đề bất cập hiện tại trên thị trường chứng khoán VN đã mở ra một định hướng mới, đó là phát triển thị trường chứng khoán để thúc đẩy tăng

trường kinh tế. Tất nhiên, VN phải nhanh chóng đưa ra những biện pháp phù hợp cải thiện chất lượng hoạt động của thị trường chứng khoán nói chung.

Một số giải pháp gợi ý

VN nên khuyến khích áp dụng các tiêu chuẩn quốc tế liên quan đến thị trường chứng khoán. Hiện nay, việc áp dụng các tiêu chuẩn quốc tế như IFRS, GIPS vẫn chưa phổ biến ở VN. Việc áp dụng IFRS sẽ nâng cao chất lượng và đảm bảo tính thống nhất, tương thích về thông tin tài chính giữa các doanh nghiệp. Điều này góp phần nâng cao tính minh bạch về thông tin, hỗ trợ nhà đầu tư trong quá trình phân tích, so sánh tình hình tài chính giữa các doanh nghiệp. Từ đó giúp VN hội nhập quốc tế và thu hút được nhiều nhà đầu tư nước ngoài. Việc áp dụng GIPS đẩy mạnh quản lý nội bộ công ty thông qua những thủ tục, quy trình báo cáo đã được chuẩn hóa, mang đến niềm tin về sự minh bạch, trung thực của những công ty áp dụng GIPS trong vấn đề công bố kết quả đầu tư. Nhà đầu tư cũng dễ dàng so sánh hiệu quả hoạt động giữa các công ty, từ đó tìm kiếm được người quản lý tài sản tốt nhất cho mình.

VN cũng nên phát triển một hiệp hội nghề nghiệp trong lĩnh vực đầu tư trong đó các thành viên của hội được quản lý chặt chẽ, đạt được một số tiêu chuẩn khắt khe mới được hành nghề. Tất cả những ai muốn hành nghề phải là thành viên của hiệp hội nghề nghiệp chứng khoán. Mô hình này tương tự như hiệp hội CFA ở Mỹ, trong đó tất cả các thành viên của hội đều cam kết thực hiện những quy định của hội. Một hiệp hội nghề nghiệp như vậy sẽ giúp nâng cao trình độ và đạo đức của người hành nghề chứng khoán. Hiệp hội nghề nghiệp cũng sẽ là tổ chức phát hành những hướng dẫn, các văn bản hỗ trợ nhà đầu tư trong lĩnh vực chứng khoán. Một hiệp hội nghề nghiệp chuyên nghiệp ở VN sẽ là một chủ thể quan trọng giám sát hoạt động của những nghề hành nghề chứng khoán, cải thiện tính minh bạch, trung thực của thị trường chứng khoán, nâng cao trình độ cho người hành nghề lẫn nhà đầu tư. Hiệp hội nghề nghiệp cũng sẽ nghiên cứu, xây dựng hệ thống, quy trình báo cáo sai phạm của các thành viên của hội để kịp thời điều tra, xử lý thành viên ấy. Hệ thống báo cáo sai phạm phải nêu rõ quy trình, cách thức, nơi tiếp nhận báo cáo khi những người tham gia trên thị trường phát hiện dấu hiệu vi phạm quy tắc đạo đức và pháp luật của thành viên hiệp hội. Một quy trình báo cáo như vậy khiến những người hành nghề nâng cao ý thức tự giác, cẩn trọng hơn trong công việc, hạn chế sai phạm cũng như đẩy nhanh tốc độ xử lý vi phạm nếu phát sinh.

Ngoài ra, tái cấu trúc thị trường chứng khoán cũng là một nhiệm vụ quan trọng, trọng tâm nằm ở các công ty chứng khoán. Ủy ban Chứng khoán nên dò xét lại tình hình hoạt

động, tài chính của các công ty chứng khoán, yêu cầu các công ty kiểm toán báo cáo các dấu hiệu tài chính bất ổn của công ty chứng khoán. Ủy ban Chứng khoán nên mạnh tay yêu cầu các công ty yếu kém giải thể. Các công ty niêm yết cũng là một vấn đề đáng quan tâm. Các doanh nghiệp yếu kém buộc phải hủy niêm yết. Ủy ban Chứng khoán cũng nên tạo điều kiện về mặt pháp lý cho doanh nghiệp vừa và nhỏ niêm yết, huy động vốn trên thị trường chứng khoán vì đây là lực lượng kinh doanh khá hiệu quả. Bên cạnh đó, cần phải nhanh chóng hoàn thiện các văn bản pháp luật liên quan đến nhiều vấn đề như bảo vệ nhà đầu tư, quản trị công ty, thủ tục mở tài khoản và room cho nhà đầu tư nước ngoài...

Tóm lại, bài viết tập trung vào sử dụng VN-Index thể hiện tình hình hoạt động của thị trường chứng khoán. Trên thực tế, nhiều biến giải thích khác cũng có thể được cân nhắc để đưa vào mô hình như mức vốn hóa thị trường, khối lượng giao dịch, mức biến động giá chứng khoán. Bản thân VN-Index cũng có hạn chế như chỉ đại diện cho các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE chứ không phải tất cả các doanh nghiệp đang hoạt động trên thị trường chứng khoán VN. Những hạn chế trên ít nhiều ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu và xin đề xuất cho những nghiên cứu tiếp theo để tìm ra nhiều bằng chứng thực nghiệm liên quan đến mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế ■

Tài liệu tham khảo

Campbell, A., & cộng sự (2008), "GDP, Share Prices, and Share Returns: Australia and New Zealand Evidence", *Journal of Money, Investment and Banking*, (5), 28-56.

Duca, G. (2007), "The Relationship between the Stock Market and Economy: Experience from International Financial Markets", *Bank of Valletta Review*, (36).

Ho, S.Y. & Odhiambo, N.M. (2012), "Stock Market Development and Economic Growth in Hong Kong: An empirical Investigation", *International Business and Economics Research Journal*, Volume 11 (7), 795-808.

Howells, G.A., & cộng sự (2004), "Stock Market Development and Economic Growth: The Causal Linkage", *Journal of Economic Development* 33, Volume 29 (1), 33-50.

IFC & World Bank (2013), *Doing Business 2013: Vietnam Economy Profile*.

Jay, R.R. (2005), "Economic Growth and Equity Returns", *Pacific-Basin Finance Journal*, (13), 489-503.

Kolapo, F.T. & Adaramola, A.O. (2012), “The Impact of the Nigerian Capital Market on Economic Growth (1990-2010)”, *International Journal of Developing Societies*, Volume 1 (1), 11-19.

Levine, R. & Zervos, S. (1998), “Stock Markets, Banks and Economic Growth”, *The American Economic Review*, Volume 88 (3), 537-558.

Nguyễn Trung Chính (2009), “Mối quan hệ giữa tăng trưởng và lạm phát qua kết quả phân tích tại VN”, Tạp chí *Khoa học và đào tạo ngân hàng*, (88), 1-8.

Ogboi, C. & Oladipo, S.O. (2012), “Stock Market and Economic Growth: The Nigerian Experience”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Volume 3 (4), 103-110.

Oskooe, S.A. (2010), “Emerging Stock Market Performance and Economic Growth”, *American Journal of Applied Sciences*, Volume 7 (2), 265-269.

Paramati, S.R. & Gupta, R. (2011), “An Empirical Analysis of Stock Market Performance and Economic Growth: Evidence from India”, *International Research Journal of Finance and Economics*, (73), 133-149.

Peng, T.H., & cộng sự (2007), “Stock Market and Economic Growth in Selected Asian Countries”, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, (7), 43-52.

Tổ chức Tài chính Quốc tế và Diễn đàn quản trị công ty toàn cầu phối hợp cùng Ủy ban Chứng khoán Nhà nước VN (2012), *Báo cáo thể điểm quản trị công ty 2012*.