

Mối quan hệ giữa thị trường trái phiếu chính phủ với tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát tại Việt Nam

Trần Hoàng Ngân

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - ngannh@ueh.edu.vn

Thân Thị Thu Thủy

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - thuynh@ueh.edu.vn

Lê Văn Lâm

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - levanlamtcnh@ueh.edu.vn

Nguyễn Hữu Huân

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - huannguyen@ueh.edu.vn

Ngày nhận:	09/05/2014	Tóm tắt Nghiên cứu này sử dụng mô hình VAR để đo lường mối quan hệ giữa thị trường trái phiếu chính phủ (TPCP) với tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát tại VN trong khoảng thời gian từ tháng 2/2009 đến tháng 4/2013. Kết quả cho thấy chỉ số công nghiệp IPI và chỉ số giá hàng tiêu dùng CPI có quan hệ nhân quả Granger đối với quy mô phát hành TPCP tại VN; trong khi đó không có bằng chứng để kết luận mối quan hệ này theo chiều ngược lại. Ngoài ra, quy mô phát hành TPCP chịu sự tác động nhất định từ các nhân tố tăng trưởng và lạm phát của nền kinh tế nhưng ảnh hưởng của việc phát hành TPCP đối với nền kinh tế vĩ mô trong việc thúc đẩy tăng trưởng và kiểm soát lạm phát là không đáng kể.
Ngày nhận lại:	16/06/2014	
Ngày duyệt đăng:	16/06/2014	
Mã số:	0514-G-12	

Từ khóa:
Tăng trưởng kinh tế, lạm phát, trái phiếu chính phủ.

Keywords:
Economic growth, inflation, government bond.

Abstract

This research employs VAR model to measure relationship between government bond market and economic growth and inflation control in the period from February 2009 to April 2013. The results show that IPI and CPI Granger-cause size of government bond issue in Vietnam but offer no evidence of the reverse relationship. Moreover, the size of bond issue is also partly affected by economic growth and inflation rate while effects of government bond issue on economic growth and inflation control are trivial.

1. GIỚI THIỆU

Mối tương quan giữa hệ thống tài chính và sự phát triển của nền kinh tế vốn từng là chủ đề gây tranh cãi trong nhiều thập kỉ. Schumpeter (1911) đưa ra luận cứ cho thấy vai trò của hệ thống tài chính trong việc khơi thông nguồn vốn, thúc đẩy đột phá trong các ngành công nghiệp, từ đó nâng cao tăng trưởng kinh tế. Ở những giai đoạn sau, hàng loạt các nghiên cứu đã chỉ ra vai trò của hệ thống tài chính đối với sự tăng trưởng và phát triển của nền kinh tế ở nhiều quốc gia khác nhau như: Gerschenkron (1962); Holmstrom & Tirole (1997); Beck & Levine (2004); Lee (2012)... Tuy nhiên, các nghiên cứu xoay quanh chủ đề này phần lớn tập trung vào hai bộ phận của hệ thống tài chính là thị trường cổ phiếu và các định chế tài chính trung gian mà bỏ qua bộ phận thứ ba là thị trường trái phiếu. Có hai nguyên nhân chính dẫn đến điều này: Thứ nhất, nguồn tài trợ từ thị trường trái phiếu là một phần của thị trường nợ, vốn bị lấn át bởi hệ thống các ngân hàng; thứ hai, việc thu thập các dữ liệu phát hành và giao dịch của thị trường cổ phiếu dễ dàng hơn rất nhiều so với thị trường trái phiếu.

Tại VN, TPCP được phát hành từ thập niên 80 của thế kỉ XX. Tuy nhiên, sự phát triển của thị trường này được đánh dấu chủ yếu từ năm 2009 trở đi với việc ra đời của thị trường TPCP chuyên biệt tại Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội.

Bảng 1 cho thấy trong giai đoạn từ 2009 đến 2013, số lượng các đợt đấu thầu, khối lượng trúng thầu và tỉ lệ trúng thầu TPCP không ngừng tăng lên theo thời gian.

Bảng 1. Kết quả đấu thầu TPCP VN giai đoạn 2009-2013

ĐVT: Tỷ đồng

STT	Năm	Số đợt đấu thầu	Khối lượng trúng thầu	Tỉ lệ trúng thầu	Kỳ hạn
1	2009	115	2.829,11	40,6	2-10
2	2010	73	30.617, 2	73,6	2-10
3	2011	176	104.581	84,0	2-10
4	2012	255	167.589	97,3	2-10
5	2013	335	191.402	94,0	2-15

Nguồn: Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội

Có thể nói cùng với sự ra đời và phát triển của hệ thống các ngân hàng thương mại và thị trường cổ phiếu, thị trường TPCP trong thời gian qua đã có những đóng góp nhất

định trong việc cung ứng các nguồn vốn trung dài hạn cho nền kinh tế. Tuy nhiên, những nghiên cứu về mối quan hệ giữa thị trường này và kinh tế vĩ mô gần như rất hiếm hoi. Trên cơ sở đó, tác giả tiến hành nghiên cứu mối tương quan giữa thị trường TPCP và sự phát triển nền kinh tế tại VN, thể hiện qua hai phạm trù: Tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát. Kết quả chính của nghiên cứu cho thấy có sự tồn tại quan hệ nhân quả Granger một chiều giữa tăng trưởng kinh tế và lạm phát đối với quy mô phát hành TPCP. Ngoài ra, các cú sốc trong tăng trưởng kinh tế và lạm phát cũng có sự tác động nhất định đến quy mô phát hành TPCP. Trong khi đó, ảnh hưởng của cú sốc trong việc phát hành TPCP đến nền kinh tế là không đáng kể. Bộ cục phần còn lại của bài nghiên cứu bao gồm: Lược khảo cơ sở lí thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm (phần 2), phương pháp nghiên cứu (phần 3), kết quả nghiên cứu (phần 4), kết luận và gợi ý chính sách (phần 5).

2. LƯỢC KHẢO CƠ SỞ LÍ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM

Về mối quan hệ giữa hệ thống tài chính nói chung và sự tăng trưởng của nền kinh tế, có các giả thuyết được đưa ra lần lượt như sau: (1) Nền kinh tế dẫn cung (Supply Leading Hypothesis); (2) Nền kinh tế dẫn cầu (Demand Leading Hypothesis); (3) Không có quan hệ nhân quả; và (4) Có quan hệ nhân quả ngược chiều.

Giả thuyết về nền kinh tế dẫn cung cho rằng chính sự phát triển của hệ thống tài chính sẽ quyết định đến sự tăng trưởng của nền kinh tế. Nói cách khác, hệ thống tài chính ảnh hưởng tích cực đến sự tăng trưởng kinh tế. Những nghiên cứu tiêu biểu gồm các công trình của McKinnon (1973) và Shaw (1973). Trong khi đó, có rất ít các nghiên cứu dựa trên giả thuyết về nền kinh tế dẫn cầu, kết luận rằng chính sự phát triển của khu vực thực của nền kinh tế mới là nhân tố tác động đến sự phát triển của hệ thống tài chính. Một quan điểm khác lại cho rằng không có quan hệ nhân quả giữa khu vực tài chính và khu vực thực của nền kinh tế như nghiên cứu của Lucas (1988) hay Harris (1997). Ngoài ra, có những tác giả kết luận giữa hệ thống tài chính và tăng trưởng kinh tế có quan hệ nhân quả ngược chiều như Singh & Weiss (1998).

Về mối tương quan giữa thị trường trái phiếu và sự tăng trưởng của nền kinh tế, dù không có quá nhiều nghiên cứu xoay quanh chủ đề này nhưng đã có một số tác giả đưa ra các kết luận dựa trên các mẫu nghiên cứu thực nghiệm khác nhau. Sử dụng hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS), Harvey (1989) đã chỉ ra rằng các đo lường về đường cong lợi suất trái phiếu có thể giải thích nhiều hơn 30% sự biến thiên của tăng trưởng kinh tế tại Mỹ trong giai đoạn 1953-1989; trong khi đó mức độ giải thích của thị

trường cổ phiếu chỉ khoảng 5%. Ahrens (2002) sử dụng mô hình Markov-Switching để ước tính khả năng dự báo của đường cong lợi suất trái phiếu đối với các giai đoạn suy thoái của 8 quốc gia OECD trong giai đoạn 1970-1996. Tác giả đã kết luận rằng đường cong lợi suất là một trong những chỉ số dự báo tốt về các giai đoạn suy thoái của kinh tế. G. De Bondt (2002) đã nghiên cứu về cấu trúc của thị trường trái phiếu doanh nghiệp châu Âu sau khi có sự ra đời đồng Euro trong giai đoạn 1999-2001. Kết luận chủ yếu cho thấy kể từ khi có sự ra đời của đồng Euro, thị trường trái phiếu tại châu Âu đã có những đóng góp nhất định đến quá trình M&A các doanh nghiệp, đến hoạt động đầu tư và đáp ứng nhu cầu vốn lưu động. Đồng thời, kết quả từ mô hình hồi quy và kiểm định nhân quả Granger cũng cho thấy rằng các yếu tố từ nền kinh tế vĩ mô có thể giải thích được sự thay đổi chênh lệch lợi suất trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp; ngược lại, thị trường này có vai trò nhất định trong việc dự báo sự tăng trưởng của nền kinh tế. Fink & cộng sự (2003) đã sử dụng mô hình VAR lần lượt tại 13 nền kinh tế khác nhau trong khoảng thời gian từ năm 1950 đến năm 2003 và phát hiện rằng quy mô phát hành trái phiếu kéo theo sự tăng trưởng kinh tế của một số các quốc gia; trong khi đó với các quốc gia còn lại thì giữa thị trường trái phiếu và tăng trưởng kinh tế có mối quan hệ qua lại. Gần đây hơn, Thumrongvit & cộng sự (2013) sử dụng hồi quy GMM trên mẫu dữ liệu dạng bảng gồm 38 quốc gia trong giai đoạn 1989-2010 và kết luận rằng cả thị trường cổ phiếu lẫn thị trường trái phiếu đều có tác động đến sự tăng trưởng kinh tế, trong đó thị trường TPCP có tác động dương, còn sự tác động của thị trường trái phiếu doanh nghiệp có sự thay đổi từ âm sang dương tùy theo từng giai đoạn khác nhau của nền kinh tế.

Mối tương quan giữa thị trường TPCP và kiểm soát lạm phát cũng đã được nghiên cứu bởi các tác giả khác nhau: Gamber (1996) sử dụng chênh lệch giữa tỉ suất sinh lời của TPCP kì hạn 10 năm và kì hạn 3 tháng trong giai đoạn 1955-1996 tại Mỹ để kiểm định vai trò dự báo của thị trường TPCP đối với lạm phát trong tương lai; Fujiki & Uchida (2011) đã thực hiện một nghiên cứu lí thuyết về mối quan hệ giữa mục tiêu lạm phát và quản lí thị trường TPCP của một quốc gia; kết quả cho thấy mục tiêu lạm phát có sự tác động làm tăng số lượng TPCP phát hành thêm.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Mô hình

Tác giả sử dụng mô hình tự hồi quy vector VAR để ước lượng mối tương quan giữa thị trường TPCP với tăng trưởng kinh tế và kiểm chế lạm phát tại VN. Đây là mô hình

được khởi xướng bởi Sims (1980) và nhanh chóng được sử dụng rộng rãi trong việc dự báo kinh tế vĩ mô. Một trong những nguyên nhân dẫn đến sự lựa chọn mô hình này của tác giả là bởi vì kích cỡ dữ liệu không đủ lớn (thị trường TPCP chuyên biệt chỉ mới bắt đầu hoạt động từ năm 2009) để đo lường quan hệ dài hạn giữa các biến bằng mô hình hiệu chỉnh vectơ VECM. Mô hình VAR có dạng như sau:

$$X_t = \sum_{i=1}^k \Gamma_i \cdot X_{t-i} + C + \varepsilon_t$$

Trong đó: X_t là vector của các biến nội sinh; ε_t là sai số. Γ_i là ma trận hệ số của các biến nội sinh, C là ma trận hệ số chặn, và k là độ trễ tối ưu.

Quá trình ước lượng mô hình VAR bao gồm một số bước như sau: đầu tiên, kiểm định tính dừng của chuỗi thời gian, tiếp theo lựa chọn độ trễ tối ưu, kiểm định quan hệ nhân quả Granger, ước lượng mô hình VAR, kiểm tra sự phù hợp của mô hình, sau đó tiến hành phân tích hàm phản ứng đẩy, và cuối cùng phân tích phân rã phương sai.

Kiểm định tính dừng là một trong những bước rất quan trọng trong phân tích chuỗi thời gian. Granger & Newbold (1974) đã chỉ ra rằng các chuỗi thời gian không dừng có thể dẫn đến hiện tượng “hồi quy giả mạo” với hệ số R^2 cao. Trong bài nghiên cứu, tác giả lần lượt sử dụng các kiểm định khác nhau như kiểm định ADF và kiểm định PP để kiểm tra tính dừng của các chuỗi thời gian. Bên cạnh đó, cũng tiến hành kiểm định Johansen để kiểm tra tính đồng liên kết giữa các chuỗi thời gian. Đây là bước quan trọng để đưa đến quyết định sử dụng mô hình VAR hay VECM. Các nghiên cứu đã chỉ ra rằng nếu giữa các chuỗi thời gian có tồn tại đồng liên kết thì việc sử dụng mô hình VECM sẽ phù hợp để đo lường mối quan hệ trong dài hạn giữa các biến. Để lựa chọn được độ trễ tối ưu cho mô hình, tác giả đã tiến hành một số các kiểm định khác nhau như:

LR : Kiểm định Sequential Modified LR

FPE : Kiểm định Final Prediction Error

AIC : Kiểm định Akaike Information Criterion

SC : Kiểm định Schwarz Information Criterion

HQ : Kiểm định Hannan-Quinn Information Criterion

Đồng thời, tác giả cũng tiến hành kiểm định Granger để tìm hiểu mối quan hệ nhân quả Granger giữa các biến. Theo Granger (1969), quan hệ nhân quả xảy ra khi một biến cụ thể trong hiện tại hay quá khứ có thể dự báo các giá trị tương lai của một biến khác.

Cuối cùng, để kiểm tra tác động của các cú sốc trong mô hình, sử dụng kiểm định phản ứng đẩy và phân tích phân rã phương sai. Kiểm định phản ứng đẩy cho thấy những tác động của các cú sốc độc lập đến các biến khác như thế nào trên toàn bộ tiến trình theo thời gian. Quá trình phân rã phương sai là một sự thay thế phản ứng đẩy, để có một cái nhìn tổng quan đơn giản về cấu trúc động của mô hình VAR. Nhiệm vụ của phân rã phương sai là để đạt được sự thông gọn về khả năng dự báo. Mục đích của phân rã là để tính toán được tỉ trọng của mỗi cú sốc trong tổng phương sai của sai số dự báo.

3.2. Mô tả dữ liệu và biến sử dụng

Tác giả thu thập dữ liệu theo tháng từ giai đoạn tháng 2/2009 đến tháng 4/2013. Mục đích nghiên cứu nhằm chỉ ra mối quan hệ giữa thị trường TPCP với tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát tại VN. Do đó, lần lượt lựa chọn các biến như sau:

- Biến giá trị vốn hóa TPCP (Bond) đại diện cho thị trường TPCP, được tính bằng cách lấy logarit cơ số tự nhiên của giá trị vốn hóa trái phiếu được thu thập từ Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội HNX.

- Biến chỉ số công nghiệp (IPI) đại diện cho tốc độ tăng trưởng kinh tế ở VN, được tính bằng lấy logarit cơ số tự nhiên của biến chỉ số công nghiệp IPI, được thu thập từ dữ liệu của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF).

- Biến chỉ số giá tiêu dùng (CPI) đại diện cho lạm phát ở VN, được tính bằng lấy logarit cơ số tự nhiên của chỉ số CPI, được thu thập từ dữ liệu của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF).

Dữ liệu đã được xử lý tính mùa vụ bằng công cụ Census X12.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

	BOND	CPI	IPI
Giá trị trung bình	7,950223	2,268739	2,381888
Trung vị	8,481640	2,272600	2,391100
Lớn nhất	9,832841	2,358800	2,479900

Nhỏ nhất	4,605170	2,178300	2,240900
Độ lệch chuẩn	1,511840	0,063566	0,058208
Skewness	-0,426272	-0,070038	-0,444864
Kurtosis	1,871185	1,410292	2,486926
Jarque-Bera	4,252243	5,411933	2,241578
Giá trị P-value	0,119299	0,066806	0,326022
Tổng	405,4613	115,7057	121,4763
Tổng bình phương chênh lệch	114,2830	0,202031	0,169410
Quan sát	51	51	51

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên dữ liệu thu thập

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Hệ số tương quan giữa các biến

Để có thể đưa ra những nhận định ban đầu về quan hệ giữa các biến, tác giả đo lường hệ số tương quan. Bảng 3 cho thấy biến BOND có tương quan khá cao đến IPI và CPI. Cụ thể biến BOND có mối tương quan với IPI là 0,701892, và có mối tương quan với CPI là 0,678773. Qua đó, kết quả cho thấy có mối tương quan giữa quy mô phát hành TPCP đến tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát ở VN.

Bảng 3. Hệ số tương quan giữa các biến

	IPI	CPI	BOND
IPI	1	0,751143	0,701892
CPI	0,741917	1	0,678773
BOND	0,773534	0,65093	1

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên dữ liệu thu thập

4.2. Kết quả thực nghiệm từ mô hình VAR và kiểm định Granger

Kết quả kiểm định tính dừng được trình bày trong Bảng 4. Kết quả này cho thấy với mức ý nghĩa 5%, không thể bác bỏ giả thuyết H_0 đối với cả ba chuỗi BOND, CPI và IPI. Tuy nhiên, khi lấy sai phân bậc 1 của các chuỗi, giả thuyết này bị bác bỏ ở mức ý nghĩa 5%. Nói cách khác là các chuỗi thời gian đều dừng ở sai phân bậc 1. Do đó, tác

giả quyết định ước lượng mô hình VAR và thực hiện các kiểm định dựa trên sai phân bậc 1 của các biến, lần lượt ký hiệu là D(BOND), D(IPI) và D(CPI).

Bảng 4. Kết quả kiểm định tính dừng của chuỗi thời gian

		ADF	PP
Chuỗi gốc	BOND	1,0000	0,9558
	IPI	0,7735	0,9201
	CPI	0,2900	0,3629
Sai phân bậc 1	D(BOND)	0,0000	0,0000
	D(IPI)	0,0316	0,0000
	D(CPI)	0,0000	0,0000

Ghi chú: Các giá trị trong hai cột ADF và PP là các giá trị p tương ứng với các chuỗi thời gian.

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên dữ liệu thu thập

Tác giả tiến hành ước lượng mô hình VAR theo tiếp cận VAR Cholesky, và dùng sai phân bậc 1 của các biến để ước lượng mô hình cần nghiên cứu. Bảng 5 tóm tắt kết quả từ các kiểm định khác nhau nhằm lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình. Nhóm nghiên cứu thực hiện quan sát tối đa là 4 độ trễ để tìm kiếm độ trễ tối ưu cho mô hình. Với nhiều tiêu chí đánh giá khác nhau, việc lựa chọn độ trễ là thực sự khó khăn. Do đó, cần tiến hành lựa chọn độ trễ dựa trên nguyên tắc thận trọng, tác giả quyết định sử dụng độ trễ tối ưu của mô hình là 1 theo các tiêu chí LR, FPE, AIC, SC, HQ.

Bảng 5. Kết quả lựa chọn độ trễ tối ưu theo các tiêu chuẩn khác nhau

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	9,072	NA	0,000154	-0,264	-0,144741*	-0,21933
1	21,39083	22,49526*	0,000134*	-0,408297*	0,06874	-0,229596*
2	25,99408	7,805504	0,000163	-0,217134	0,617681	0,095593
3	30,91658	7,704793	0,000197	-0,039851	1,152741	0,406901
4	35,82723	7,045713	0,000242	0,137946	1,688316	0,718724

Ghi chú: Dấu * có ý nghĩa là sự lựa chọn của các tiêu chuẩn ở độ trễ tương ứng

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên dữ liệu thu thập

Bảng 6 cung cấp kết quả kiểm định Granger hai chiều giữa các biến. Kết quả này cho thấy chỉ số công nghiệp IPI và chỉ số giá tiêu dùng CPI có quan hệ nhân quả đến việc phát hành TPCP, trong khi phát hành TPCP không có mối quan hệ nhân quả đến chỉ số công nghiệp IPI và chỉ số giá tiêu dùng CPI. Điều này cho thấy sự tăng trưởng của nền kinh tế dẫn đến đẩy mạnh gia tăng nhu cầu vốn và làm gia tăng việc huy động vốn của Chính phủ. Tuy nhiên, quá trình đầu tư và chi tiêu từ nguồn vốn huy động của Chính phủ chưa thực sự hiệu quả, dẫn đến việc phát hành trái phiếu chưa có sự tác động đến tăng trưởng kinh tế mà kiểm định Granger đã chỉ ra. Ngoài ra, khi nền kinh tế có dấu hiệu gia tăng lạm phát, Ngân hàng Nhà nước sẽ tiến hành phát hành trái phiếu để rút bớt lượng tiền khỏi lưu thông nhằm mục tiêu kiểm soát lạm phát. Do đó xuất hiện mối quan hệ một chiều của CPI đến việc phát hành TPCP. Tuy nhiên, việc kiểm soát lạm phát thông qua phát hành TPCP vẫn chưa thực sự phát huy hiệu quả, dẫn đến việc không tồn tại quan hệ nhân quả Granger theo chiều ngược lại.

Bảng 6. Kết quả phân tích quan hệ nhân quả Granger hai chiều giữa các biến

Giả thuyết H_0	Số quan sát	Thông kê F	Giá trị P
CPI không có quan hệ nhân quả Granger với IPI	49	0,06447	0,8007
IPI không có quan hệ nhân quả Granger với CPI		19,4425	0,0000
BOND không có quan hệ nhân quả Granger với IPI	49	1,41852	0,2396
IPI không có quan hệ nhân quả Granger với BOND		6,48869	0,0142
BOND không có quan hệ nhân quả Granger với CPI	49	1,52746	0,2226
CPI không có quan hệ nhân quả Granger với BOND		9,13555	0,0041

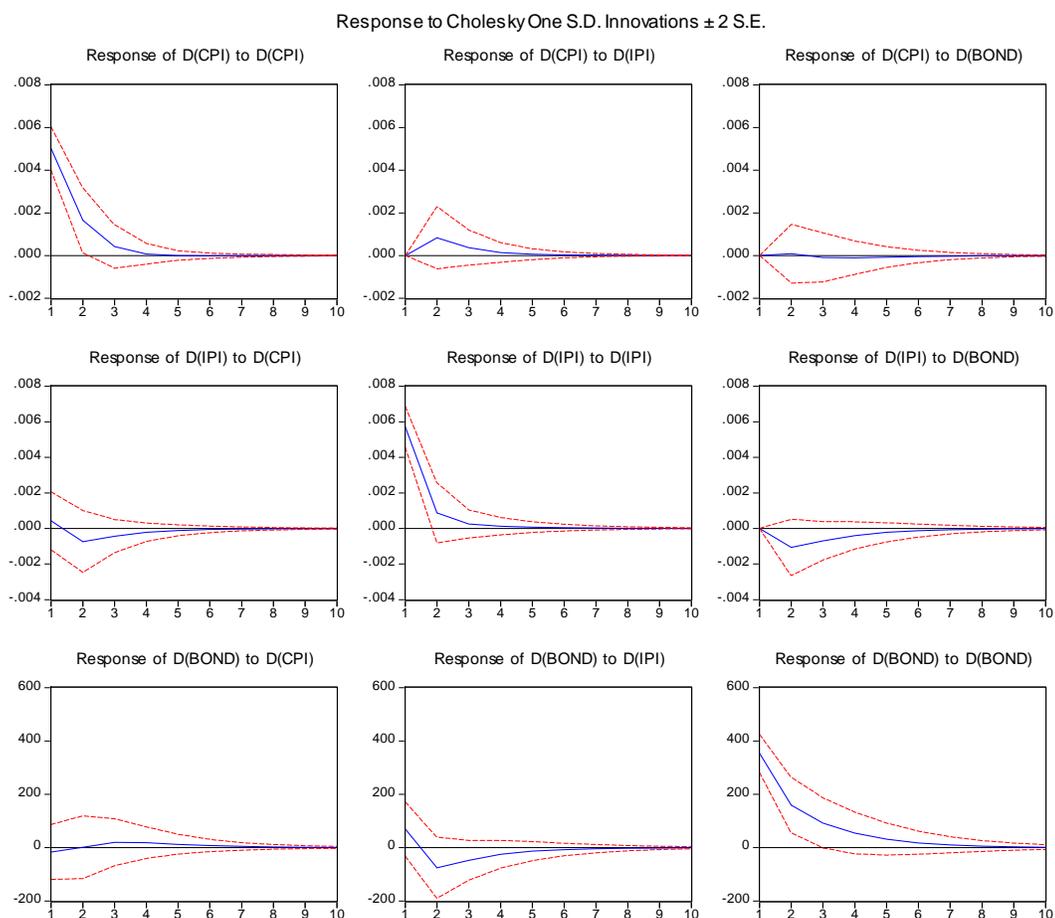
Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên dữ liệu thu thập

Hình 1 cung cấp kết quả phân tích hàm phản ứng đẩy. Kết quả cho thấy cú sốc từ việc phát hành trái phiếu có tác động khá thấp đến sự thay đổi của IPI và CPI; tuy nhiên, mức độ dai dẳng từ cú sốc có độ trễ khá lâu, khoảng từ 5 đến 6 chu kỳ mới dừng hẳn. Qua đó, kết quả cũng cho thấy việc điều hành chính sách tiền tệ cũng như tài khóa thông qua phát hành TPCP chưa thực sự mang lại hiệu quả.

Bên cạnh đó, tác động cú sốc từ IPI có tác động tương đối đến việc phát hành trái phiếu, nền kinh tế tăng trưởng mạnh sẽ làm sụt giảm quy mô phát hành trái phiếu nhưng sau khoảng 2 đến 3 chu kỳ, nó lại có tác động làm tăng quy mô phát hành trước

nhu cầu về vốn cao của nền kinh tế, và tác động này dai dẳng đến chu kì thứ 7 mới dừng hẳn.

Tương tự như vậy, cú sốc từ CPI cũng tác động tương đối thấp đến quy mô phát hành trái phiếu, nhưng có độ trễ khá lớn, đến chu kì thứ ba sự gia tăng CPI mới làm gia tăng quy mô phát hành, thể hiện việc phản ứng đối với các cú sốc lạm phát của Ngân hàng Nhà nước còn khá chậm.



Hình 1. Kết quả phân tích hàm phản ứng đẩy

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu thu thập

Tương tự, kết quả phân tích phân rã phương sai trong Bảng 7 lại chỉ ra IPI có sự giải thích cao cho sự biến động của quy mô phát hành TPCP vào khoảng 7% đến 8%

từ chu kỳ thứ 3 trở đi, trong khi biến động của CPI chỉ giải thích được chưa tới 1% từ chu kỳ thứ 5 đến chu kỳ thứ 10.

Trong khi đó, sự biến động của IPI được giải thích bởi CPI và quy mô phát hành trái phiếu BOND khá thấp, từ chu kỳ thứ 4 đến chu kỳ thứ 10, hai chỉ số này chỉ giải thích được khoảng 3% và 5% sự biến động của IPI.

Tương tự như vậy, từ chu kỳ thứ 3 trở đi, CPI đa phần được giải thích bởi chính bản thân nó, lên đến 97%, trong khi BOND chỉ giải thích được chưa tới 1% và IPI giải thích chưa tới 3%.

Bảng 7. Kết quả phân tích phân rã phương sai

Phương sai của D(CPI):				
Chu kỳ	S.E.	D(CPI)	D(IPI)	D(BOND)
1	0,005022	100	0	0
2	0,005352	97,57317	2,404132	0,022694
3	0,005382	97,09721	2,852722	0,050071
4	0,005385	96,99189	2,918959	0,089155
5	0,005386	96,96070	2,929414	0,109888
6	0,005387	96,95053	2,931387	0,118082
7	0,005387	96,94720	2,931838	0,120964
8	0,005387	96,94612	2,931957	0,121928
9	0,005387	96,94577	2,931992	0,122243
10	0,005387	96,94565	2,932002	0,122345
Phương sai của D(IPI):				
Chu kỳ	S.E.	D(CPI)	D(IPI)	D(BOND)
1	0,005733	0,555966	99,44403	0
2	0,005942	2,074632	94,72011	3,205257
3	0,006004	2,551290	92,96174	4,486974
4	0,006022	2,664202	92,44621	4,889592
5	0,006028	2,692789	92,29292	5,014290

6	0,006029	2,700762	92,24582	5,053420
7	0,00603	2,703141	92,23103	5,065831
8	0,00603	2,703878	92,22633	5,069792
9	0,00603	2,704110	92,22483	5,071059
10	0,00603	2,704185	92,22435	5,071466

Phương sai của D(BOND):

Chu kì	S.E.	D(CPI)	D(IPI)	D(BOND)
1	360,7806	0,210833	3,767745	96,02142
2	401,6673	0,171502	6,558965	93,26953
3	415,3659	0,395559	7,448176	92,15626
4	420,0688	0,582993	7,634237	91,78277
5	421,6520	0,669308	7,674058	91,65663
6	422,1739	0,701699	7,683601	91,61470
7	422,3436	0,712854	7,686168	91,60098
8	422,3984	0,716552	7,686917	91,59653
9	422,4161	0,717756	7,687147	91,59510
10	422,4218	0,718145	7,687219	91,59464

Cơ chế sắp xếp thứ tự Cholesky: D(CPI) D(IPI) D(BOND)

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên dữ liệu thu thập

5. KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH

Bài nghiên cứu đã sử dụng mô hình VAR và kiểm định nhân quả Granger để phân tích mối quan hệ giữa thị trường TPCP với tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát tại VN trong giai đoạn từ tháng 2/2009 đến tháng 4/2013. Kết quả cho thấy các chỉ số tăng trưởng kinh tế và lạm phát có mối quan hệ nhân quả Granger đến quy mô phát hành TPCP. Tuy nhiên, mối quan hệ này không tồn tại theo chiều ngược lại. Đồng thời, theo kết quả từ phân tích hàm phản ứng đẩy và phân rã phương sai, sự tăng trưởng kinh tế và lạm phát có sự tác động tương đối thấp đến quy mô phát hành TPCP trong khi ảnh hưởng của việc phát hành TPCP lên các biến số vĩ mô là không đáng kể.

Điều này cho thấy vai trò của thị trường TPCP trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát là không cao.

Theo kết quả nghiên cứu thực nghiệm, trong thời gian qua, thị trường trái phiếu VN đã đóng vai trò khá quan trọng trong việc huy động vốn đầu tư xây dựng cơ bản cho nền kinh tế cũng như bù đắp bội chi ngân sách của Chính phủ và kiểm soát lạm phát. Tuy nhiên, do đầu tư công kém hiệu quả, tình trạng tham ô, lãng phí, thất thoát kéo dài, nên việc sử dụng nguồn vốn đầu tư từ thị trường trái phiếu chưa thực sự đóng góp vào tăng trưởng kinh tế cũng như việc kiểm soát lạm phát thông qua phát hành trái phiếu ở thị trường mở chưa tốt. Chính vì thế, trong thời gian tới, Chính phủ và các cơ quan có thẩm quyền cần có những giải pháp căn cơ nhằm nâng cao hiệu quả đầu tư công, hạn chế lãng phí thất thoát trong chi tiêu công, nhằm mục tiêu tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát. Bên cạnh đó, cần phải tái cơ cấu nền kinh tế dưới góc độ đầu tư công nhằm nâng cao hiệu quả của việc sử dụng vốn huy động cho mục tiêu của đất nước

Thứ nhất, cần có nhiều giải pháp kích cầu cho thị trường TPCP như đa dạng hóa kì hạn phát hành, Kho bạc Nhà nước cần công bố thông tin và kế hoạch phát hành theo lộ trình cụ thể và rộng rãi trước các đợt phát hành để các nhà đầu tư có thể bố trí nguồn vốn đầu tư một cách hợp lí. Đối với các TPCP đã niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán, cần có các giải pháp về cơ chế giao dịch để thúc đẩy tính thanh khoản trên thị trường thứ cấp, từ đó thu hút nhiều hơn các nhà đầu tư trên thị trường sơ cấp. Ngoài ra, có thể nghiên cứu để phát hành thêm trái phiếu thả nổi lãi suất bên cạnh trái phiếu có lãi suất cố định.

Thứ hai, tiến hành tái cấu trúc TTCK 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. Thống nhất phương thức thể hiện thông tin chứng khoán nhằm đảm bảo sự đơn giản của dữ liệu và việc tìm kiếm thông tin của các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Tạo điều kiện giúp các nguồn vốn nước ngoài có thể dễ dàng di chuyển vào trong nước giúp tăng tính thanh khoản của thị trường. Phát triển các sản phẩm mới về trái phiếu và cổ phiếu, triển khai chứng chỉ lưu ký toàn cầu, công tác tái cấu trúc thị trường trái phiếu. Khuyến khích và tạo điều kiện cho các doanh nghiệp phát hành trái phiếu nhằm thu hút các nguồn vốn trên thị trường.

Thứ ba, xây dựng hệ thống các nhà tạo lập thị trường để hình thành các mức giá giao dịch chuẩn. Cần thay đổi nhà đầu tư bằng việc tạo điều kiện cho các tổ chức tài

chính phát triển bởi vì đây là các tổ chức đẩy mạnh nhu cầu trái phiếu trên thị trường. Bên cạnh NHTM cần tạo điều kiện để phát triển các tổ chức tài chính như công ty bảo hiểm, công ty tài chính, quỹ hưu trí, quỹ đầu tư tương hỗ...

Thứ tư, cần thực hiện kiểm soát chặt chẽ việc lập, thẩm định, phê duyệt các dự án đầu tư sử dụng nguồn vốn từ TPCP; cần có sự thanh tra và giám sát chặt chẽ quy trình đầu tư công để hạn chế tình trạng các nguồn vốn huy động được từ thị trường TPCP bị sử dụng sai mục đích. Cần công khai minh bạch tiến độ thực hiện các dự án đầu tư từ ngân sách nhà nước và xử lý nghiêm khắc các sai phạm để tránh thất thoát, lãng phí nguồn vốn huy động.

Thứ năm, loại bỏ triệt để các nhóm lợi ích trong nền kinh tế, thực hiện cơ cấu đầu tư công theo hướng Nhà nước tập trung vào chi đầu tư các công trình xây dựng cơ bản, kêu gọi sự tham gia của khu vực tư nhân và khu vực nước ngoài, đảm bảo hạn chế các nhóm lợi ích, giảm kinh phí cho ngân sách cũng như nâng cao hiệu quả cho các dự án đầu tư này■

Tài liệu tham khảo

- Ahrens, R. (2002), "Predicting Recessions with Interest Rate Spreads: A Multicountry Regime-switching Analysis", *Journal of International Money and Finance*, 21, 519-537.
- Beck, T., & Levine, R. (2004), "Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence", *Journal of Banking and Finance*, 28(3), 423-442.
- De Bondt, G. (2002), Euro Area Corporate Debt Securities Market: First Empirical Evidence, *European Central Bank Working Paper Series*, No. 164.
- Fink, G., Haiss, P., & Hristoforova, S. (2003), Bond Markets And Economic Growths, *IEF Working Papers*, No.49.
- Fujiki, H., & Uchida, H. (2011), "Inflation Target and Debt Management of Local Government Bonds", *Japan and The World Economy*, 23, 178-189.
- Gamber, E.N. (1996), "The Policy Content of the Yield Curve Slope", *Review of Financial Economics*, 5(2), 163-179.
- Gerschenkron, A. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Granger, C.W.J, & Newbold, P. (1974), "Spurious Regression in Econometrics", *Journal of Econometrics*, 2(2), 111-120.
- Harris, R.D.F. (1997), "Stock Markets and Development: A Re-assessment", *European Economic Review*, 41, 139-146.

- Harvey, C.R. (1991), "Interest Rate Based Forecast of German Economic Growth", *Review of World Economics*, 127(4), 701-718.
- Holmstrom, B., & Tirole, J. (1993), "Market Liquidity and Performance Monitoring", *Journal of Political Economy*, 101(4), 678-709.
- Lee, B.S. (2012), "Bank-Based and Market-Based Financial System: Time-Series Evidence", *Pacific-Basin Finance Journal*, 20(2), 173-197.
- Lucas, R. E. Jr. (1988), "On the Mechanic of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3-42.
- McKinnon (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, D.C.
- Shaw, E. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- Schumpeter, A. (1911), *A Theory of Economic Development*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Sims, C. (1980), "Macroeconomics and Reality", *Econometrica*, 48(1), 1-48.
- Singh, A., & Weiss, B. (1998), "Emerging Stock Markets, Portfolio Capital Flows and Long-term Economic Growth: Micro and Macroeconomic Perspective", *World Development*, 26, 607-622.
- Thumrongvit, P., Kim, Y., & Pyun C.S. (2013), "Linking the Missing Market: The Effects of Bond Market on Economic Growth", *International Review of Economics and Finance*, 27, 529-541.