

NGHIÊN CỨU CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ TRONG BỐI CẢNH HỘI NHẬP TÀI CHÍNH

STUDY OF FACTORS AFFECTING TO THE DEVELOPMENT OF GOVERNMENT BOND MARKET IN THE BACKGROUND OF FINANCIAL INTEGRATION

Vũ Thị Thực Oanh

Khoa Tài chính Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế - Kỹ thuật Công nghiệp

Đến Tòa soạn ngày 21/02/2020, chấp nhận đăng ngày 09/03/2020

Tóm tắt: Việc nghiên cứu về thị trường trái phiếu chính phủ (TPCP) là cần thiết và có ý nghĩa lớn đối với sự phát triển của thị trường tài chính và nền kinh tế ở từng quốc gia, khu vực, nhất là trong bối cảnh hội nhập tài chính như hiện nay. Kết quả nghiên cứu cho thấy tự do tiền tệ, quy mô ngân hàng, chênh lệch lãi suất cho vay và huy động và sự ổn định của Chính phủ có ảnh hưởng tiêu cực đến quy mô thị trường TPCP với mức ý nghĩa 5% cho biến tự do tiền tệ, biến chênh lệch lãi suất, và mức ý nghĩa 1% cho biến quy mô ngân hàng và sự ổn định của Chính phủ. Còn các biến khác không có tác động đến sự phát triển của thị trường trái phiếu chính phủ.

Từ khóa: Trái phiếu chính phủ, nhân tố, hội nhập tài chính.

Abstract: The study of the Government bond market is necessary and has great significance for the development of financial markets and the economy in each country and region, especially in the context of financial integration like nowadays. The research results show that monetary freedom, bank size, the difference between lending and mobilizing interest rates and government stability have a negative impact on the size of the Government bond market with a 5% significance level for the variable. monetary freedom, interest rate differentials, and 1% significance for bank size and government stability. Other variables have no impact on the development of the government bond market.

Keywords: The Government bond, factors, financial integration.

1. ĐẶT VẤN ĐỀ

Hội nhập tài chính (HNTC) khu vực và thế giới đem lại nhiều lợi ích, giúp thu hút vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp từ nước ngoài, tăng cường các nguồn vốn trung, dài hạn, tạo cơ hội chia sẻ rủi ro và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, HNTC cũng sẽ đem lại nhiều thách thức cho thị trường tài chính còn non trẻ của Việt Nam, đáng chú ý nhất là nguy cơ khủng hoảng và lan truyền rủi ro. Là một bộ phận thuộc thị trường tài chính, thị trường TPCP Việt Nam cũng không nằm ngoài xu hướng hội nhập và

chịu những tác động của HNTC khu vực và thế giới. Vì vậy, việc nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến sự phát triển của thị trường trái phiếu chính phủ trong bối cảnh HNTC là một yêu cầu bức thiết hiện nay cho sự tăng trưởng của và phát triển kinh tế xã hội tại Việt Nam, nhằm đáp ứng với yêu cầu hội nhập và tận dụng được những lợi ích mà HNTC đem lại. Nội dung của bài viết này tập trung vào phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến sự phát triển của thị trường trái phiếu chính phủ trong bối cảnh HNTC. Từ đó, đề xuất các giải pháp

đồng bộ, có cơ sở khoa học và có giá trị ứng dụng cao nhằm phát triển thị trường TPCP Việt Nam.

2. TÁC ĐỘNG CỦA HỘI NHẬP TÀI CHÍNH ĐẾN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

2.1. Tác động tích cực

- Tăng quy mô và thanh khoản của thị trường

HNTC giúp mở rộng quy mô vốn trên thị trường tài chính, phát triển hệ thống tài chính theo chiều rộng (Schmukler, 2004). HNTC đem lại cơ hội chia sẻ rủi ro cho Chính phủ, doanh nghiệp, các định chế tài chính và nhà đầu tư.

- Giảm chi phí vốn và lãi suất

HNTC còn tác động đến lãi suất TPCP thông qua hiệu ứng lan toả. Claeys và cộng sự (2010) chỉ ra rằng hiệu ứng lần ất (việc giảm chi tiêu hay đầu tư do chi tiêu của Chính phủ tăng) tác động lớn đến lãi suất trong nước nhưng tác động này lại được giảm bớt bởi hiệu ứng lan toả xuyên biên giới khi một quốc gia hội nhập.

- Cải thiện cơ sở nhà đầu tư trên thị trường

HNTC góp phần cải thiện quy mô và chất lượng nhà đầu tư (NĐT) trên thị trường TPCP thông qua thúc đẩy hiệu quả của các tổ chức tài chính (Jappelli và Pagano, 2008).

- Cải thiện cơ sở hạ tầng và cấu trúc vi mô của thị trường

HNTC cải thiện cơ sở hạ tầng cho hệ thống tài chính (Schmukler, 2004). HNTC làm minh bạch và nâng cao tính cạnh tranh của thị trường, đồng thời cũng đặt ra yêu cầu các quốc gia cần tạo ra môi trường đầu tư như nhau, bình đẳng giữa các nhà đầu tư.

- Tăng cường kỷ luật thị trường

HNTC giúp giảm thiểu các hành động kiểm soát tài chính ở các thị trường tài chính được bảo vệ (McKinnon, 1991).

2.2. Tác động tiêu cực

- Tăng rủi ro thị trường

HNTC có thể gây ra sự bất ổn về vĩ mô, tài chính và lây lan khủng hoảng, áp lực lạm phát, bất ổn tỷ giá hối đoái, và tăng thêm thâm hụt cho tài khoản vãng lai (Kaur, 2014).

- Tác động làm tăng lãi suất

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Broos (2010) chứng minh rằng ở các nước mà nhà đầu tư được đánh giá không còn khả năng trả các khoản nợ thì ảnh hưởng biên của nợ đến lãi suất có tương quan cùng chiều với mức độ HNTC. HNTC tăng càng khiến cho tổng nợ công ảnh hưởng nhiều đến lãi suất của TPCP, từ đó ảnh hưởng đến chi phí biên của các khoản nợ quốc gia.

- Nguy cơ khủng hoảng nợ công

Khi thị trường TPCP ngày càng hội nhập, Chính phủ có thể vay nợ dễ dàng hơn, đặc biệt là vay nợ thông qua phát hành TPCP. Tuy nhiên, nếu không có chính sách quản lý nợ công rõ ràng và nhất quán, điều này có thể dẫn đến nguy cơ khủng hoảng nợ công.

2. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Trên cơ sở tổng quan nghiên cứu, cùng với kết quả nghiên cứu của một số nghiên cứu thực nghiệm trước đây như nghiên cứu của Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004), Bhattacharyay (2011), và Thotho (2014), đồng thời có sự điều chỉnh để phù hợp hơn với đặc điểm của thị trường TPCP. Mô hình hồi quy có dạng:

$$\begin{aligned} GBMsize_{it} = & \beta_0 + \beta_{1t} * GDP_{it} + \beta_{2t} * EXFLUC_{it} + \\ & \beta_{3t} * KAOPEN_{it} + \beta_{4t} * FISBAL_{it} + \beta_{5t} * BANKSIZE_{it} + \\ & \beta_{6t} * SPREAD_{it} + \beta_{7t} * MONFREE_{it} + \\ & \beta_{8t} * GOVSTAB_{it} + U_{it} \end{aligned}$$

Trong đó: i : quốc gia thứ i ($i = 1-6$);

t : năm (từ 2000-2019).

Biến phụ thuộc:

- $GBMsize$: quy mô thị trường trái phiếu.

Các biến độc lập:

- GDP: Tổng sản phẩm quốc nội - ngang giá sức mua (GDP PPP);

- EXFLUC: Biến động tỷ giá hối đoái giữa đồng nội tệ với đồng USD;
- KAOPEN: độ mở tài khoản vốn;
- FISBAL: tỷ lệ thặng dư/ thâm hụt NSNN;
- BANKSIZE: tỷ lệ tín dụng trong nước;
- SPREAD: chênh lệch lãi suất ;
- MONFREE: mức độ tự do tiền tệ;
- GOVSTAB: chỉ số ổn định của Chính phủ;
- U_{it} : phần nhiễu.

Mô hình nghiên cứu trên được sử dụng để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết H_1 : Quy mô nền kinh tế cùng chiều với quy mô thị trường TPCP.

Giả thuyết H_2 : Biến động tỷ giá ngược chiều với quy mô thị trường TPCP.

Giả thuyết H_3 : Mức độ HNTC cùng chiều với quy mô thị trường TPCP.

Giả thuyết H_4 : Mức độ cân bằng ngân sách ngược chiều với quy mô thị trường TPCP.

Giả thuyết H_5 : Quy mô ngân hàng cùng chiều với quy mô thị trường TPCP.

Giả thuyết H_6 : Chênh lệch lãi suất ngược chiều với quy mô thị trường TPCP.

Giả thuyết H_7 : Mức độ tự do tiền tệ có quan hệ cùng chiều với quy mô thị trường TPCP.

Giả thuyết H_8 : Sự ổn định của Chính phủ có quan hệ cùng chiều với quy mô thị trường TPCP.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Phân tích thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả đối với các biến có trong mô hình nghiên cứu được thể hiện ở bảng 4.1.

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Ký hiệu	Số quan sát	Mean	Std. Deviation	Min	Max
GBMsize	153	46,3432	41,3717	0,25	194,62
EXFLUC	153	0,5500451	6,791085	-0,0182649	84,00206
KAOPEN	153	0,3009318	1,309683	-1,194733	2,374419
FISBAL	153	-1,429412	3,675468	-8,3	11,4
MONFREE	153	78,90654	7,938229	49,4	94,3
BANKSIZE	153	90,42537	38,31927	18,1557	184,7077
SPREAD	153	3,286283	1,453119	0,6066667	7,680833
GOVSTAB	153	29,06503	7,39265	8,458333	39,5
GDP	153	2317,898	3780,812	159,786	21290,13

(Nguồn: Kết quả thống kê mô tả từ phần mềm STATA)

Đây là dữ liệu bảng cân bằng, từ 6 quốc gia Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan và Việt Nam, trong thời gian từ 2000-2019. Dữ liệu được thu thập từ các nguồn sau: Asiabondsonline, thống kê tài chính thế giới của IMF (IMF international financial statistics), chỉ số phát triển thế giới của Ngân hàng Thế giới (World development indicators of the World Bank), các chỉ số chính cho châu Á và Thái Bình Dương của Ngân hàng Phát triển châu Á ADB (key indicators for Asia and

the Pacific), The Heritage foundation, và tổ chức Hướng dẫn quốc tế về rủi ro quốc gia (International country risk guide). Đây đều là những nguồn dữ liệu có uy tín trên thế giới và trong khu vực, được sử dụng trong nhiều nghiên cứu trước đây.

4.2. Kết quả phân tích tương quan

Tương quan giữa các biến phụ thuộc và biến độc lập trong mô hình được thể hiện trong bảng 2.

Bảng 2. Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu

	GBMsize	EXFLUC	KAOPEN	FISBAL	MONFREE	GDP	BANKSIZE	SPREAD	GOVSTAB
GBMsize	1,0000								
EXFLUC	-0,0501	1,0000							
KAOPEN	0,5334	-0,0268	1,0000						
FISBAL	-0,3271	-0,0703	0,2783	1,0000					
MONFREE	0,4732	-0,1243	0,5042	0,1534	1,000				
GDP	0,1980	-0,0380	-0,1770	-0,1659	-0,0262	1,000			
BANKSIZE	0,2695	0,0456	0,0558	0,0763	0,3265	0,3270	1,000		
SPREAD	-0,5679	-0,0564	0,0033	0,3650	-0,2794	-0,1975	-0,5428	1,000	
GOVSTAB	0,1142	-0,0388	0,4055	0,1778	0,4705	0,1136	0,0981	0,0233	1,0000

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Kết quả nghiên cứu cho thấy biến độ mở tài khoản vốn, tự do tiền tệ, quy mô nền kinh tế, quy mô hệ thống ngân hàng, và sự ổn định của Chính phủ có quan hệ cùng chiều với quy mô thị trường TPCP. Trong đó, biến độ mở tài khoản vốn thể hiện mức độ HNTC của quốc gia có mối quan hệ khá mạnh với quy mô thị trường TPCP. Biến quy mô thị trường TPCP cũng có mức độ phụ thuộc tuyến tính khá lớn vào biến tự do tiền tệ với hệ số tương quan lớn. Các biến gồm biến động tỷ giá, cân bằng ngân sách, chênh lệch lãi suất có hệ số tương quan với biến quy mô thị trường TPCP âm, thể hiện sự biến động ngược chiều, trong đó biến chênh lệch lãi suất giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động có quan hệ mạnh nhất với biến quy mô thị trường TPCP. Nhìn vào ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu có thể thấy giữa các cặp biến độc lập có mối tương quan rất thấp, giá trị tuyệt đối hệ số tương quan giữa các cặp biến đều thấp hơn 0,6.

4.3. Kết quả phân tích hồi quy

Tác giả tiến hành hồi quy mô hình ước lượng với các phương pháp bình phương tối thiểu gộp Pool OLS, mô hình các tác động cố định FEM, và mô hình các tác động ngẫu nhiên REM. Kiểm định Hausman nhằm mục đích kiểm tra sự phù hợp giữa mô hình tác động cố định FEM và mô hình tác động ngẫu nhiên hay mô hình Pooled OLS với kết quả như sau:

```
chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
          = 481.34
Prob>chi2 = 0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)
```

Prob = 0,0000 < 0,05 nên mô hình hiệu ứng cố định FEM là phù hợp hơn để giải thích kết quả. Mô hình hiệu ứng cố định giải thích tốt hơn ảnh hưởng của các yếu tố đến sự phát triển của thị trường TPCP với mức ý nghĩa 37%.

Kết quả mô hình tác động cố định cho thấy tự do tiền tệ, quy mô ngân hàng, chênh lệch lãi suất cho vay và huy động và sự ổn định của Chính phủ có ảnh hưởng tiêu cực đến quy mô thị trường TPCP với mức ý nghĩa 5% cho biến tự do tiền tệ, biến chênh lệch lãi suất, và mức ý nghĩa 1% cho biến quy mô ngân hàng và sự ổn định của Chính phủ. Còn các biến khác không có tác động đến sự phát triển của thị trường TPCP.

Tuy nhiên để kiểm tra các kết quả ước lượng có chính xác không, tác giả thực hiện kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan. Kiểm định Modified Wald test được thực hiện để kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi có kết quả như sau:

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2(9) = 386.09
Prob>chi2 = 0.0000
```

Prob = 0,0000 < 0,05, do vậy phương pháp ước lượng FEM có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Kiểm định Wooldridge test được thực hiện để kiểm tra hiện tượng tự tương quan có kết quả là:

```
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F( 1,      8) =    45.707
Prob > F =    0.0001
```

Prob = 0,0001 < 0,05, do vậy có hiện tượng tự tương quan trong mô hình.

Do phương pháp ước lượng FEM có hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan, nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất GLS để khắc phục các hiện tượng trên. Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy mối quan hệ giữa quy mô thị trường TPCP và các biến giải thích theo phương pháp ước lượng GLS khắc phục hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi. Kết quả phân tích hồi quy được trình bày ở bảng 3 cho thấy về cơ bản các điều kiện của mô hình phân tích hồi quy bội đều được thỏa mãn hay nói cách khác mô hình phân tích hồi quy bội là phù hợp với dữ liệu thu thập được.

Bảng 3. Kết quả phân tích hồi quy

Biến	Co.efficient	Std. Err
EXFLUC	-0,0026645	0,0449527
KAOPEN	7,779302	1,239365 ***
FISBAL	-0,9457525	0,2416386 ***
MONFREE	-0,0727044	0,1315124
GDP	0,0014773	0,0002671 ***
BANKSIZE	0,0508646	0,268586 *
SPREAD	-2,641492	0,5432186 ***
GOVSTAB	0.0926638	0,209063
-cons	43,10171	9,248769 ***
Prob> chi2	0,0000	
Mức ý nghĩa	* 10%; ** 5%; *** 1%	

(Nguồn: kết quả xử lý trên phần mềm SPSS)

Điều này cho thấy mỗi quan hệ cùng chiều giữa mức độ hội nhập tài chính, quy mô nền kinh tế và quy mô hệ thống ngân hàng với quy mô thị trường TPCP (giả thuyết H₁, H₃, H₅). Trong khi biến GDP và BANKSIZE có hệ số beta dương nhỏ lần lượt là 0,0014773 và 0,0014773 thể hiện rằng quy mô nền kinh tế và quy mô hệ thống ngân hàng dù có tác động cùng chiều với quy mô thị trường TPCP nhưng không có nhiều tác động đến quy mô thị trường TPCP. Biến KAOPEN lại có hệ số β lớn bằng 7,779302 thể hiện rằng mức độ HNTC có mối quan hệ cùng chiều và tác động lớn đến quy mô thị trường TPCP. Một quốc gia có mức độ HNTC càng sâu rộng thì càng có cơ hội phát triển thị trường TPCP.

Nhóm các biến FISBAL và SPREAD có hệ số beta âm với mức ý nghĩa 1% cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa mức cân bằng ngân sách và chênh lệch lãi suất huy động và lãi suất cho vay (giả thuyết H₄, H₆). Quốc gia có mức thâm hụt ngân sách lớn sẽ có quy mô thị trường TPCP lớn, điều này phù hợp với lý thuyết và các giả thuyết nghiên cứu. Ngoài ra, quốc gia có mức độ chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động nhỏ sẽ có quy mô thị trường TPCP lớn. Điều này cũng phù hợp với giả thuyết nghiên cứu.

Nhóm các biến EXFLUC, MONFREE có hệ số beta âm thể hiện tác động ngược chiều với quy mô thị trường TPCP (giả thuyết H₂, H₇), trong khi biến GOVSTAB có hệ số dương thể hiện tác động cùng chiều với quy mô thị trường TPCP (giả thuyết H₈). Tuy nhiên, những biến này không có nhiều ý nghĩa thống kê.

Kết quả mô hình tác động cố định cho thấy tự do tiền tệ, quy mô ngân hàng, chênh lệch lãi suất cho vay và huy động và sự ổn định của Chính phủ có ảnh hưởng tiêu cực đến quy mô thị trường TPCP với mức ý nghĩa 5% cho biến tự do tiền tệ, biến chênh lệch lãi suất, và mức ý

ngĩa 1% cho biến quy mô ngân hàng và sự ổn định của Chính phủ. Còn các biến khác không có tác động đến sự phát triển của thị trường TPCP.

5. KHUYẾN NGHỊ

Trên cơ sở tổng quan nghiên cứu cùng với kết quả nghiên cứu, định hướng phát triển thị trường trái phiếu chính phủ trong thời gian tới và sự phát triển thị trường TPCP Việt Nam trong bối cảnh HNTC cần phải đảm bảo sự phát triển bền vững, đồng thời phải tận dụng được những lợi ích mà HNTC đem lại, đồng thời hạn chế bớt rủi ro. Từ đó một số giải pháp được đưa ra nhằm phát triển thị trường trong bối cảnh hội nhập.

- Quá trình phát triển thị trường trái phiếu chính phủ cần phải có sự tham gia của các cấp, các ngành. Sự tham gia của các cơ quan chức năng liên quan vào thị trường TPCP cần được phân định rõ trách nhiệm để tránh sự chồng chéo trong chức năng, nhiệm vụ vận hành thị trường, đồng thời cần nâng cao vai trò, trách nhiệm của từng đơn vị.
- Quốc hội có trách nhiệm giám sát tổng nợ quốc gia, phê chuẩn mức vay nợ hàng năm và quyết định các công trình trọng điểm quốc gia cần huy động vốn bằng nguồn vốn thu được từ phát hành trái phiếu. Vấn đề này đã được pháp luật quy định rõ ràng nhưng trong quá trình thực hiện cần có biện pháp nhằm nâng cao năng lực giám sát quản lý nợ công của Quốc hội. Quốc hội thực hiện đánh giá nợ công dựa trên báo cáo của Chính phủ về việc thực hiện ngân sách nhà nước và nợ công. Cần quy định rõ ràng về việc công khai chính xác những nội dung trong báo cáo Chính phủ trình Quốc hội để các đại biểu Quốc hội có đủ thông tin cần thiết để xem xét đánh giá toàn diện và cụ thể tình hình nợ công. Đồng thời, cần đánh giá và xác định trách nhiệm rõ ràng của các cơ quan, hay cá nhân có liên quan trong công tác quản lý, điều hành của Chính phủ trong thực hiện quản lý nợ công.

- Chính phủ có trách nhiệm thống nhất quản lý nợ công, các khoản vay nợ của Chính phủ. Trong đó, Bộ Tài chính được giao là cơ quan đầu mối trong quản lý nợ công. Bộ Tài chính hoạch định các chính sách, đề xuất nhằm xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu. Bộ Tài chính chịu trách nhiệm trong việc tổ chức phát hành, sử dụng vốn và thanh toán trái phiếu khi đến hạn.

- Ngân hàng Nhà nước phối hợp với Bộ Tài chính trong việc xây dựng đề án phát hành và tổ chức phát hành trái phiếu quốc tế, thực hiện chức năng thanh toán tiền giao dịch TPCP; đồng thời kết hợp quản lý hoạt động của các tổ chức tài chính, cấp phép, giám sát và quản lý hoạt động kinh doanh trái phiếu của các ngân hàng thương mại. Bên cạnh đó, Ngân hàng Nhà nước phối hợp chặt chẽ với Bộ Tài chính trong thực hiện chính sách tiền tệ và chính sách tài khoá cho phù hợp, tính toán thời điểm phát hành TPCP phù hợp không gây áp lực lên chính sách tiền tệ. Đây là nền tảng quan trọng cho phát triển thị trường TPCP.

- Ủy ban Chứng khoán nhà nước thực hiện hoạt động quản lý, giám sát thị trường từ quản lý hoạt động phát hành và giao dịch, giám sát hoạt động của tổ chức lưu ký và thanh toán bù trừ.

- Sở giao dịch chứng khoán thực hiện tổ chức đấu thầu phát hành TPCP, kiểm soát hoạt động của các thành viên thị trường, quản lý hoạt động niêm yết và giao dịch trái phiếu, đảm bảo minh bạch thông tin bảo vệ nhà đầu tư, kiểm soát các hoạt động liên quan đến đầu tư trái phiếu, hạn chế gian lận; đồng thời nâng cấp cơ sở hạ tầng cho hoạt động phát hành và giao dịch TP cho cập nhật và đồng bộ với thị trường quốc tế.

- Nghiên cứu thành lập một ban chuyên trách nhằm phát triển thị trường trái phiếu. Thành viên của ban này có thể bao gồm đại diện của Bộ Tài chính, đại diện Ngân hàng Nhà nước, Ủy ban Chứng khoán nhà nước, Sở giao dịch

chứng khoán Hà Nội, Hiệp hội Kinh doanh trái phiếu và thành viên thị trường. Cơ quan này có trách nhiệm nghiên cứu và tư vấn cho các cơ quan quản lý nhà nước trong việc hoạch định chiến lược phát triển, đề xuất các chính sách, giải pháp để phát triển thị trường. Định kỳ, ban này có trách nhiệm nghiên cứu lựa chọn tiêu chuẩn nhà kinh doanh trái phiếu cấp 1 cho phù hợp với những thay đổi trên thị trường, đồng thời đề xuất các chính sách phát triển thị trường phù hợp với từng giai đoạn.

6. KẾT LUẬN

Kết quả nghiên cứu cho thấy:

- Độ mở tài khoản vốn có quan hệ cùng chiều và mạnh với quy mô thị trường trái phiếu chính phủ. Điều này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu đưa ra (giả thuyết H₃). Độ mở tài khoản vốn đo lường bằng chỉ số KAOPEN là thước đo mức độ HNTC được Chinn-Ito phát triển. Một quốc gia càng HNTC sâu rộng thì thị trường TPCP càng có cơ hội phát triển. Như vậy, hội nhập tài chính là cần thiết và các quốc gia cần có bước hội nhập tài chính thận trọng và phù hợp để tận dụng được lợi ích mà hội nhập tài chính đem lại đồng thời hạn chế bớt rủi ro.
- Cân bằng tài khoá có mối quan hệ ngược chiều với quy mô thị trường TPCP (giả thuyết H₄). Một quốc gia có mức thâm hụt NSNN trên GDP lớn có quy mô thị trường TPCP lớn hơn các nước có mức thâm hụt NSNN nhỏ hoặc thặng dư NSNN. Tuy nhiên một quốc gia không thể dựa vào việc thâm hụt NSNN để phát triển thị trường TPCP. Thị trường TPCP có thể phát triển theo chiều rộng đến một mức độ nhất định sau đó cần tập trung phát triển theo chiều sâu.
- Quy mô nền kinh tế có quan hệ cùng chiều với quy mô thị trường TPCP (giả thuyết H₁). Kết quả này không những phù hợp với giả thuyết nghiên cứu đưa ra mà còn phù hợp với kết quả của nhiều nghiên cứu trước đây. Một nền kinh tế phát triển sẽ là cơ sở, nền tảng cho sự phát triển của thị trường TPCP. Vì vậy, một quốc gia muốn phát triển thị trường TPCP cần tập trung thúc đẩy kinh tế.
- Quy mô hệ thống ngân hàng có quan hệ cùng chiều với quy mô thị trường TPCP với mức ý nghĩa 1% (giả thuyết H₅). Đồng thời, chênh lệch lãi suất cho vay và lãi suất huy động có quan hệ ngược chiều với quy mô thị trường TPCP (giả thuyết H₆). Lãi suất cho vay và lãi suất huy động chênh lệch càng lớn thì thị trường TPCP có quy mô càng nhỏ và ngược lại. Như vậy, sự phát triển của hệ thống ngân hàng thúc đẩy sự phát triển của thị trường TPCP. Cải thiện quy mô, chất lượng và hiệu quả của hệ thống ngân hàng là một trong những giải pháp cho phát triển thị trường TPCP.
- Sự ổn định của Chính phủ mặc dù có quan hệ cùng chiều với quy mô thị trường TPCP nhưng lại không có ý nghĩa thống kê (giả thuyết H₈). Giải thích cho việc thị trường trái phiếu dường như không phản ứng với những thay đổi về sự ổn định của Chính phủ ngay lập tức là do điểm đánh giá sự ổn định của Chính phủ không phải là dễ tính toán và định lượng ngay lập tức. Tuy không có ý nghĩa thống kê qua sử dụng mô hình nhưng quan hệ cùng chiều giữa sự ổn định của Chính phủ với sự phát triển thị trường TPCP là gợi ý giải pháp phát triển thị trường TPCP. Bất ổn về chính trị, xã hội khiến cho Chính phủ gặp khó khăn trong việc phát hành TPCP cũng như chi trả các nghĩa vụ nợ gồm cả lãi và gốc. Vì vậy, một quốc gia muốn phát triển thị trường TPCP cần giữ ổn định chính trị xã hội.
- Mặc dù biến biến động tỷ giá, mức độ tự do tiền tệ không có ý nghĩa thống kê trong mô hình nhưng tương quan âm thể hiện tỷ giá ổn định có ảnh hưởng tích cực đến thị trường TPCP (giả thuyết H₂, H₇). Chính phủ cần theo đuổi chính sách tiền tệ đảm bảo ổn định vĩ mô làm cơ sở thúc đẩy sự phát triển của thị trường TPCP.

Kết quả nghiên cứu trên là cũng mang lại những đóng góp sau:

- Về mặt lý thuyết: Kết quả nghiên cứu này sẽ góp phần làm phong phú thêm thang đo về các nhân tố tác động đến sự phát triển của thị trường TPCP. Điều này, có thể giúp cho các nhà nghiên cứu hàn lâm và ứng dụng trong lĩnh vực này tại Việt Nam có được hệ thống thang đo để điều chỉnh, bổ sung và sử dụng cho các nghiên cứu của mình tại thị trường Việt Nam.
- Về mặt thực tiễn: Kết quả nghiên cứu là cơ

sở quan trọng để đưa các hệ thống các giải pháp đồng bộ và có tính thực tiễn cao bao gồm các giải pháp chính như phát triển thị trường TPCP gắn với phát triển kinh tế, giữ vững ổn định kinh tế vĩ mô, tăng cường sự tin nhiệm của Chính phủ với tư cách là chủ thể phát hành TPCP, phát triển hệ thống tài chính tạo nền tảng cho sự phát triển bền vững thị trường TPCP, tăng cường nội lực cho thị trường hướng tới phát triển bền vững, tăng cường tính minh bạch cho thị trường, nhằm phát triển thị trường trái phiếu chính phủ Việt Nam trong bối cảnh HNTC.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Bhattacharyay, B.N. (2011). Bond market development in Asia: An empirical analysis of major determinants.
- [2] Schmukler, S.L. (2004). Benefits and risks of financial globalization: challenges for developing countries. Globalization, Growth, and Poverty, World Bank Policy Research Report.
- [3] Jappelli, T. and Pagano, M. (2008). Financial market integration under EMU. CEPR Discussion Paper No. 7091.
- [4] Eichengreen, B., & Luengnaruemitchai, P. (2004). Why doesn't Asia have bigger bond markets? (No. w10576). National Bureau of Economic Research.
- [5] Dữ liệu được thu thập từ các nguồn sau: Asiabondsonline, thống kê tài chính thế giới của IMF (IMF international financial statistics), chỉ số phát triển thế giới của Ngân hàng Thế giới (World Bank, I. M. F. (2001). Developing government bond markets: a handbook. The World Bank) các chỉ số chính cho châu Á và Thái Bình Dương của Ngân hàng Phát triển châu Á ADB (key indicators for Asia and the Pacific).

Thông tin liên hệ: **Vũ Thị Thục Oanh**

Điện thoại : 090909.1982; Email : vttoanh@uneti.edu.vn

Đơn vị công tác: Khoa Tài chính Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế - Kỹ thuật Công nghiệp.

