

Quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và biến động thị trường chứng khoán: bằng chứng nghiên cứu từ thị trường Việt Nam

- Nguyễn Minh Kiều
- Nguyễn Văn Điệp

Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh

(Bài nhận ngày 18 tháng 03 năm 2013, hoàn chỉnh sửa chữa ngày 21 tháng 10 năm 2013)

TÓM TẮT:

Nghiên cứu này nhằm đo lường mối quan hệ của bốn yếu tố kinh tế vĩ mô bao gồm: chỉ số giá tiêu dùng (đo lường mức độ lạm phát), tỷ giá hối đoái VND/USD, cung tiền M2, giá vàng trong nước đến mức độ biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam (thông qua chỉ số giá chứng khoán VN-Index). Kết quả nghiên cứu cho thấy: trong dài hạn, giữa chỉ số giá chứng khoán VN-Index với cung tiền M2 và giá vàng trong nước có mối quan hệ tích cực, với lạm phát có mối quan hệ tiêu cực; trong khi đó tỷ giá

hối đoái và chỉ số giá chứng khoán không có mối liên hệ nào. Trong ngắn hạn, chỉ số giá chứng khoán hiện tại có mối quan hệ cùng chiều với chỉ số giá chứng khoán tháng trước và quan hệ ngược chiều với tỷ giá hối đoái. Tốc độ điều chỉnh dự kiến chỉ ra rằng: thị trường chứng khoán Việt Nam hội tụ đến trạng thái cân bằng trong dài hạn là chậm: mất khoảng 8 tháng (điều chỉnh khoảng 13,04% mỗi tháng) để đạt đến trạng thái cân bằng dài hạn.

Từ khóa: Chỉ số giá chứng khoán, yếu tố kinh tế vĩ mô, biến động, VN-Index

1. GIỚI THIỆU

“Một thị trường vốn hiệu quả là thị trường mà giá của chứng khoán điều chỉnh tức thời khi xuất hiện các nguồn thông tin mới”; hay nói cách khác giá hiện tại của cổ phiếu đã thể hiện tất cả các thông tin về cổ phiếu đó. Được Fama (1970) đưa ra với nền tảng vững chắc, lý thuyết thị trường hiệu quả hay giả thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market Hypothesis – EMH) đã đặt ra cơ sở lý thuyết cực kỳ quan trọng cho các nhà làm chính sách cũng như cho các nhà đầu tư chứng khoán. Theo đó, các nhà làm chính sách có thể tự do thi hành các chính sách vĩ mô quốc gia mà không cần phải lo sợ rằng các chính sách này

sẽ làm thay đổi bản chất của thị trường chứng khoán vì chúng chỉ ảnh hưởng đến chỉ số giá chứng khoán mà thôi.

Dưới ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô lên thị trường chứng khoán, EMH nói rằng: sự cạnh tranh giữa các nhà đầu tư – những người luôn muốn tối đa hóa lợi nhuận của mình – bảo đảm tất cả các thông tin hiện tại được cho là có liên quan đến việc thay đổi của các yếu tố vĩ mô sẽ phản ánh đầy đủ vào trong giá chứng khoán, nên nhà đầu tư không thể kiếm được các tỷ suất sinh lợi bất thường thông qua dự đoán xu hướng thị trường chứng khoán trong tương lai. Có thể nói

một cách ngắn gọn là các nhà đầu tư không thể khôn hơn thị trường (Samuelson, 2007).

Do đó, các nhà tư vấn đầu tư sẽ không thể đưa ra những nhận định giúp khách hàng của mình kiếm được thu nhập trên mức trung bình hay nói cách khác: một tỷ suất sinh lợi vượt trội (ngoại trừ việc thực hiện các giao dịch dựa trên thông tin nội gián – một vấn đề bị nghiêm cấm và nếu vi phạm sẽ bị trừng phạt bởi pháp luật); và như vậy sẽ không thể có ngành công nghiệp môi giới chứng khoán, nếu họ tin vào kết luận của EMH.

Trái ngược hoàn toàn với kết luận của EMH, các bằng chứng cho thấy các yếu tố vĩ mô quan trọng có thể giúp dự báo được chuỗi tỷ suất sinh lợi tích lũy. Phản bác lại kết luận của EMH, ta có thể kể đến những nghiên cứu của Gan, Lee và Zhang (2006), Mukhejee và Naka (1995), Rahman, Sidek và Tafri (2009), Narayan, K.P. và Narayan, S. (2010) tất cả đều khẳng định là các yếu tố vĩ mô rõ ràng có ảnh hưởng đến thu nhập và biến động chỉ số giá chứng khoán.

Ngoài ra, lý thuyết kinh tế học còn đưa ra giả thuyết rằng, giá chứng khoán không chỉ phản ánh các thông tin hiện có mà còn phản ánh chính xác các kỳ vọng về hoạt động tương lai của doanh nghiệp. Nếu giá chứng khoán phản ánh chính xác các yếu tố vĩ mô cơ bản, thì nó có thể được sử dụng như là một chỉ báo hàng đầu về tình trạng của nền kinh tế trong tương lai.

Ở thị trường Việt Nam, việc thay đổi trong các chính sách cũng như các yếu tố số vĩ mô thường xảy ra khá đột ngột nên thường có tác động khá mạnh (cả tích cực và tiêu cực) lên thị trường chứng khoán và tâm lý của các nhà đầu tư. Do đó, việc nghiên cứu “Quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và biến động thị trường chứng khoán Việt Nam” là rất quan trọng khi chính phủ xem xét đưa ra các chính sách cho quốc gia; những nhà đầu tư sẽ có những quyết định hợp lý hơn trong kinh doanh đầu tư cổ phiếu.

Để đạt được mục tiêu vừa nêu, phần tiếp theo sẽ trình bày cơ sở lý thuyết của vấn đề nghiên

cứu. Kế đến là phần mô tả về phương pháp nghiên cứu. Kết quả kiểm nghiệm mô hình sẽ được trình bày sau đó. Cuối cùng là phần bình luận về kết quả và phần kết luận của nghiên cứu.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

2.1. Chỉ số giá chứng khoán

Chỉ số thị trường chứng khoán là một giá trị thống kê phản ánh tình hình của thị trường cổ phiếu. Nó được tổng hợp từ danh mục các cổ phiếu theo phương pháp tính nhất định. Thông thường, danh mục sẽ bao gồm các cổ phiếu có những điểm chung như cùng niêm yết tại một sở giao dịch chứng khoán, cùng ngành hay cùng mức vốn hóa thị trường.

Theo Nguyễn Minh Kiều và Bùi Kim Yến (2009): “Chỉ số giá chứng khoán là chỉ báo giá cổ phiếu phản ánh xu hướng phát triển của thị trường cổ phiếu, thể hiện xu hướng thay đổi của giá cổ phiếu và tình hình giao dịch trên thị trường”.

Các chỉ số giá chứng khoán có thể do sở giao dịch chứng khoán định ra (ví dụ VN-Index), cũng có thể do hãng thông tin (ví dụ Nikkei 225) hay một thể chế tài chính nào đó định ra (ví dụ Hang Seng Index).

Chỉ số giá chứng khoán được theo dõi chặt chẽ và được các nhà kinh tế học quan tâm vì nó có mối liên quan chặt chẽ đến tình hình kinh tế, chính trị, xã hội của một quốc gia và thế giới. Mỗi thị trường chứng khoán đều công bố một hoặc một vài chỉ số giá chứng khoán, có thể là chỉ số cho tất cả cổ phiếu trên thị trường của một quốc gia, như chỉ số giá Hang Seng của Hồng Kông, chỉ số giá cổ phiếu tổng hợp của Hàn Quốc (KOSPI); có thể là chỉ số cho từng ngành, nhóm ngành, như chỉ số giá cổ phiếu ngành công nghiệp của Mỹ (DJIA) (Nguyễn Minh Kiều và Bùi Kim Yến, 2009).

Biến động thị trường chứng khoán

Biến động (Volatility) là một thước đo cho thấy khuynh hướng của một thị trường hoặc một chứng khoán sẽ tăng giá hay giảm giá trong một

khoảng thời gian. Biến động có thể quan sát bằng cách nhìn vào những thay đổi trong quá khứ của giá cổ phiếu (Krainer, 2002).

Chỉ số giá chứng khoán có thể được xem như là nền tảng và thước đo sự biến động cơ bản cho thị trường chứng khoán. Tại Mỹ, chỉ số giá chứng khoán S&P 500 thường được sử dụng đánh giá sự biến động thị trường chứng khoán do mức độ bao phủ rộng rãi của nó. Mặc dù chỉ tập trung vào các công ty có mức độ vốn hóa lớn, nhưng với độ bao quát khoảng 75% chứng khoán Mỹ, chỉ số này đã trở thành đại diện thích hợp cho toàn bộ nền kinh tế Mỹ. Hay chỉ số FTSE-100 được xem như phong vũ biểu của nền kinh tế Anh và là chỉ số cổ phiếu hàng đầu ở châu Âu.

2.2. Biến động thị trường chứng khoán

Biến động (Volatility) là một thước đo cho thấy khuynh hướng của một thị trường hoặc một chứng khoán sẽ tăng giá hay giảm giá trong một khoảng thời gian. Biến động có thể quan sát bằng cách nhìn vào những thay đổi trong quá khứ của giá cổ phiếu (Krainer, 2002).

Chỉ số giá chứng khoán có thể được xem như là nền tảng và thước đo sự biến động cơ bản cho thị trường chứng khoán. Tại Mỹ, chỉ số giá chứng khoán S&P 500 thường được sử dụng đánh giá sự biến động thị trường chứng khoán do mức độ bao phủ rộng rãi của nó. Mặc dù chỉ tập trung vào các công ty có mức độ vốn hóa lớn, nhưng với độ bao quát khoảng 75% chứng khoán Mỹ, chỉ số này đã trở thành đại diện thích hợp cho toàn bộ nền kinh tế Mỹ. Hay chỉ số FTSE-100 được xem như phong vũ biểu của nền kinh tế Anh và là chỉ số cổ phiếu hàng đầu ở châu Âu.

2.3. Quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và biến động thị trường chứng khoán

2.3.1. Lạm phát và thị trường chứng khoán

Lạm phát là sự mất giá của đồng tiền, nó làm thay đổi hành vi tiêu dùng và đầu tư của dân cư. Lạm phát thường được đo qua chỉ số giá tiêu dùng.

Kinh nghiệm từ các nước phát triển cho thấy lạm phát và thị trường chứng khoán có mối liên hệ nghịch chiều, bởi lẽ xu hướng của lạm phát xác định tính chất tăng trưởng. Lạm phát tăng cao luôn là dấu hiệu cho thấy nền kinh tế đang nóng, báo hiệu sự tăng trưởng kém bền vững, trong khi thị trường chứng khoán như chiếc nhiệt kế đo sức khỏe nền kinh tế.

Khi lạm phát tăng cao, tiền mất giá, người dân không muốn giữ tiền mặt hoặc gửi tiền trong ngân hàng mà chuyển sang nắm giữ vàng, bất động sản, ngoại tệ mạnh... khiến một lượng vốn nhàn rỗi đáng kể của xã hội nằm im dưới dạng tài sản chết. Thiếu vốn đầu tư, không tích lũy để mở rộng sản xuất, sự tăng trưởng của doanh nghiệp nói riêng và cả nền kinh tế nói chung sẽ chậm lại. Lạm phát tăng cao còn ảnh hưởng trực tiếp tới các doanh nghiệp: dù hoạt động kinh doanh vẫn có lãi, chia cổ tức ở mức cao nhưng tỷ lệ cổ tức khó gọi là hấp dẫn khi lạm phát cao. Điều này khiến đầu tư chứng khoán không còn là kênh sinh lợi.

Leeb và Conrad (1996) đã thống kê tỷ lệ lạm phát, tỷ lệ tăng trưởng của thị trường chứng khoán Mỹ trong giai đoạn từ năm 1929 đến năm 1981 và nêu mối liên hệ: “Lạm phát tăng cao luôn là kẻ thù của thị trường cổ phiếu”. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với bằng chứng nghiên cứu thực nghiệm của Gan, Lee và Zhang (2006); Jiranyakul (2009).

2.3.2. Cung tiền và thị trường chứng khoán

Quan hệ cơ bản giữa lượng cung tiền và thị trường chứng khoán rõ ràng là cùng chiều được thể hiện thông qua chính sách tiền tệ.

❖ Chính sách tiền tệ mở rộng:

Nếu lượng cung tiền mở rộng sẽ dẫn đến một sự gia tăng trong tiêu dùng hàng hóa cũng như làm gia tăng việc sử dụng các tài sản tài chính mà chứng khoán là một trong số đó. Khi lượng cung tiền tăng, thanh khoản vượt trội sẽ ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán khá mạnh do tác động của chính sách tiền tệ tương đối nhanh và trực

tiếp. Chính sách mở rộng tiền tệ làm giảm lãi suất của nền kinh tế, làm giảm lãi suất chiết khấu của chứng khoán qua đó làm tăng giá kỳ vọng và tăng thu nhập.

❖ Chính sách tiền tệ thắt chặt:

Lãi suất cao hơn do ảnh hưởng của chính sách tiền tệ thắt chặt thường có tác động xấu cho thị trường chứng khoán. Lý do: thứ nhất, làm giảm giá của chứng khoán do làm tăng lãi suất chiết khấu trong các mô hình định giá; thứ hai, làm cho các chứng khoán thu nhập cố định trở thành một lựa chọn hấp dẫn hơn làm giảm thanh khoản vào cổ phiếu; thứ ba, làm giảm xu hướng vay mượn để đầu tư vào chứng khoán; và cuối cùng, làm tăng chi phí vận hành doanh nghiệp do đó ảnh hưởng đến lợi nhuận công ty.

Nghiên cứu của Friedman và Schwartz (1963) đã đưa ra lời giải thích đầu tiên về mối quan hệ giữa lượng cung tiền và thu nhập chứng khoán, theo đó một sự gia tăng trong cung tiền sẽ làm gia tăng thanh khoản và tín dụng cho nhà đầu tư cổ phiếu dẫn đến giá các chứng khoán cao hơn. Jiranyakul (2009), Mukherjee và Naka (1995), Kwon và Shin (1999), Sellin (2001) cũng cho thấy rằng một cú sốc cung tiền tích cực sẽ dẫn đến một sự gia tăng trong giá cổ phiếu. Họ cho rằng một sự thay đổi trong cung tiền sẽ cung cấp thông tin cho nhu cầu về tiền. Nếu cung tiền tăng, có nghĩa là nhu cầu về tiền tệ tăng, dẫn đến tín hiệu tăng cho hoạt động kinh tế. Hoạt động kinh tế càng cao có nghĩa là dòng tiền càng cao, dẫn đến giá chứng chứng khoán cũng tăng, nghĩa là cung tiền tăng lên sẽ dẫn đến sự tăng trưởng và phát triển ổn định hơn cho thị trường chứng khoán.

2.3.3. Tỷ giá hối đoái và thị trường chứng khoán

Mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và thu nhập từ chứng khoán được rất nhiều nhà nghiên cứu nghiên cứu giải thích, tuy nhiên kết quả của những nghiên cứu này vẫn không thống nhất được chiều ảnh hưởng của tỷ giá lên giá chứng

khoán. Gan, Lee và Zhang (2006), Narayan, P.K. và Narayan, S. (2010) và Solnick (1987) cho thấy mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và giá chứng khoán là đồng biến. Tuy nhiên, nghiên cứu của Ajayi và Mougoue (1996) cho thấy rằng mất giá đồng tiền lại tác động nghịch cả trong ngắn hạn và dài hạn đối với thị trường chứng khoán. Mặt khác, có những nghiên cứu khẳng định tỷ giá không có quan hệ với giá chứng khoán: Abdalla và Murinde (1997) xem xét giá chứng khoán tương tác với tỷ giá hối đoái ở 4 quốc gia và kết luận rằng tỷ giá hối đoái làm cho giá chứng khoán thay đổi ở Ấn Độ, Pakistan và Hàn Quốc. Tuy nhiên, họ không tìm thấy bất kỳ mối liên hệ nào giữa giá chứng khoán và tỷ giá hối đoái ở Philippines.

Về mặt lý thuyết có 3 cách tiếp cận mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và giá chứng khoán:

Đầu tiên, theo cách tiếp cận của Dornbusch và Fisher (1980) cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa giá chứng khoán và tỷ giá. Hai ông lý luận: một khi đồng tiền trong nước được định giá thấp sẽ làm cho những doanh nghiệp trong nước tăng tính cạnh tranh hơn, kết quả làm gia tăng trong hoạt động xuất khẩu của họ. Điều này làm cho giá cổ phiếu của những doanh nghiệp này tăng lên. Tuy nhiên, kết quả sẽ hoàn toàn ngược lại nếu như những doanh nghiệp này sử dụng nhiều chi phí nhập khẩu cho đầu vào trong sản phẩm của họ. Sự gia tăng chi phí trong sản phẩm do đồng tiền trong nước được định giá thấp có thể làm cho doanh thu và lợi nhuận của họ giảm, điều này sẽ làm cho giá cổ phiếu của những doanh nghiệp này giảm.

Một cách tiếp cận khác bằng mô hình cân bằng danh mục đầu tư về tỷ giá, Branson (1983) đã chứng minh rằng: quan hệ giữa tỷ giá và giá cổ phiếu là ngược chiều, nguyên nhân tạo ra kết quả này có thể được giải thích từ chiều tác động của giá cổ phiếu lên tỷ giá. Trong mô hình này, những nhà đầu tư cá nhân nắm giữ những tài sản trong nước và tài sản nước ngoài (bao gồm cả

tiền tệ trong danh mục đầu tư của họ). Ở đây, tỷ giá hối đoái giữ một vai trò là điều chỉnh cân bằng cung và cầu tài sản. Một khi những nhà đầu tư cá nhân này muốn mua nhiều tài sản trong nước hơn thì họ sẽ bán bớt những tài sản nước ngoài mà hiện tại ít hấp dẫn họ, điều này sẽ dẫn đến đồng tiền trong nước được định giá cao hay tỷ giá giảm (vì tỷ giá được xác định là giá của một đơn vị ngoại tệ được tính theo giá của một đồng tiền khác – trong nước), vì vậy mối quan hệ của giá chứng khoán và tỷ giá là ngược chiều. Sự tăng lên về giá của những tài sản trong nước làm cho những nhà đầu tư gia tăng nhu cầu của họ về tiền tệ, điều này lại làm cho lãi suất gia tăng. Một hoạt động khác cũng làm cho mối quan hệ giữa giá chứng khoán và tỷ giá là ngược chiều là khi có sự gia tăng đầu tư trong khối đầu tư nước ngoài vào tài sản trong nước cũng làm gia tăng giá chứng khoán. Điều này cũng là nguyên nhân của sự đánh giá cao đồng tiền trong nước.

Khi tiếp cận tỷ giá như một tài sản (giá của một đơn vị ngoại tệ) trong thị trường tài sản, Gavin (1989) trong mô hình tiền tệ đã khẳng định tỷ giá và giá cổ phiếu có mối quan hệ yếu hoặc hoàn toàn không có quan hệ. Giống như giá của những tài sản khác, tỷ giá cũng được xác định bởi tỷ giá tương lai kỳ vọng. Bất kỳ yếu tố nào ảnh hưởng đến giá trị tương lai của tỷ giá thì sẽ ảnh hưởng đến tỷ giá ở hiện tại. Những yếu tố gây nên sự thay đổi trong tỷ giá có thể khác biệt với những yếu tố gây nên sự thay đổi trong giá cổ phiếu, trong những trường hợp này sẽ không tồn tại quan hệ giữa những tài sản trên. Khi có một vài yếu tố ảnh hưởng đến cả giá cổ phiếu và tỷ giá, chúng ta hy vọng rằng có sự liên hệ giữa hai biến này. Sự không liên hệ xảy ra khi: đồng tiền trong nước được định giá thấp để nâng cao giá trị của những doanh nghiệp xuất khẩu hàng hóa, nhưng nếu những doanh nghiệp này nhập khẩu nhiều chi phí cho đầu vào ở nước ngoài thì giá cổ phiếu có thể sẽ không tăng khi đó chi phí cho sản phẩm của doanh nghiệp sẽ tăng làm cho doanh

nh nghiệp giảm tính cạnh tranh. Mặt khác, những doanh nghiệp không xuất khẩu những sản phẩm của họ đến quốc gia khác nhưng lại nhập khẩu nguyên liệu thô có thể giá cổ phiếu của chúng sẽ giảm khi đồng tiền trong nước được định giá thấp có thể nguyên nhân làm cho doanh thu hoặc lợi nhuận của họ giảm.

Tóm lại: mối quan hệ giữa tỷ giá với chỉ số giá chứng khoán là một câu hỏi thực nghiệm, những nghiên cứu thực nghiệm ở các thị trường khác nhau sẽ cho ra những kết quả khác nhau (có mối quan hệ cùng chiều, ngược chiều hay thậm chí không có mối liên hệ ràng buộc nào giữa thị trường chứng khoán và tỷ giá).

2.3.4. Giá vàng và thị trường chứng khoán

Vàng khác với các tài sản khác bởi vì tiềm năng đối với vàng là tính thanh khoản cao và nó phản ứng với những thay đổi giá. Sự biến động của giá vàng ảnh hưởng đến phần lớn các nền kinh tế trên thế giới trong đó có thị trường chứng khoán. Các nhà đầu tư có thói quen sử dụng chiến lược quản trị rủi ro đơn giản là đa dạng hóa trong danh mục đầu tư của họ các hàng hóa có cả đầu tư vàng hoặc dầu vì hai khoản đầu tư này thường có mối quan hệ nghịch đảo với xu hướng của thị trường chứng khoán.

Garefalakis, Dimitras, Koemtzopoulos và Spinthiropoulos (2011) cho thấy rằng: sự biến động của giá vàng ảnh hưởng tiêu cực đối với lợi nhuận đầu tư trên thị trường chứng khoán Hong Kong.

Nỗi sợ hãi của người Mỹ được đo bằng chỉ số biến động của thị trường (VIX - Volatility Index). Vàng và chỉ số biến động của thị trường có quan hệ nhân quả theo chiều giá vàng tăng thì độ hỗn loạn của nền kinh tế tăng (vàng tăng → VIX tăng). Khi giá vàng biến động tăng điều này có nghĩa là thị trường đang hoảng loạn và từ đó làm giảm đi niềm tin của nhà đầu tư. Các nhà đầu tư thường đầu tư vàng, cả trực tiếp và gián tiếp để phòng ngừa rủi ro.

Tóm lại có thể thấy rằng giá vàng trong lịch sử thường được xem là “nơi tránh bão” giúp tránh thiệt hại xảy ra trong thời kỳ lạm phát, bất ổn xã hội, và chiến tranh - các thời kỳ mà giá cổ phiếu luôn luôn sụt giảm. Trong các cuộc khủng hoảng như thế này, giá vàng tăng mạnh khi giá chứng khoán sụt giảm, mặc dù mức độ tác động mạnh yếu có thể khác nhau đối với từng nền kinh tế.

3. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Thị trường vốn của Việt Nam mới bắt đầu phát triển trong hơn 10 năm, một khoảng thời gian rất ngắn so với thị trường chứng khoán của các nước trên thế giới. Tuy nhiên cần phải ghi nhận sự phát triển mạnh mẽ của thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua với hạt nhân được xây dựng là HOSE và HNX, hỗ trợ bởi trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam cho thanh toán, bù trừ các giao dịch chứng khoán.

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã chuyển biến đáng kể từ năm 2000, được đánh dấu bằng việc đưa vào vận hành Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh ngày 20/07/2000 (nay là Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh – HOSE) và thực hiện phiên giao dịch đầu tiên vào ngày 28/07/2000. Ở thời điểm lúc bấy giờ, chỉ số VN-Index mở màn ở mốc 100 điểm với hai loại cổ phiếu được niêm yết (REE và SAM) với số vốn 270 tỷ đồng và

một số ít trái phiếu Chính phủ được niêm yết giao dịch (Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, truy cập ngày 24/9/2012).

Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội nay là Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (Hanoi Stock Exchange – HNX) đã chính thức chào đời vào ngày 8/3/2005. Khác với Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (vốn là nơi niêm yết và giao dịch chứng khoán của các công ty lớn), Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội là “sân chơi” cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa được thể hiện qua chỉ số cổ phiếu HNX-Index.

Bên cạnh chỉ số VN-Index của HOSE và HNX-Index của HNX, thị trường chứng khoán Việt Nam còn có thêm 1 chỉ số dành riêng cho thị trường giao dịch các công ty đại chúng chưa niêm yết (thị trường UPCoM).

Đến hết năm 2011 đã có 306 công ty được niêm yết cổ phiếu tại HOSE và 393 công ty được niêm yết cổ phiếu tại HNX. Cũng đến hết năm 2011, cổ phiếu của 699 công ty được niêm yết này đã được giao dịch với tổng giá trị vốn hóa là 535,673 tỷ đồng.

4. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

4.1. Dữ liệu nghiên cứu

Với tổng số 4 yếu tố kinh tế vĩ mô và chỉ số VN-Index được sử dụng trong phân tích. Định nghĩa biến số được mô tả như Bảng 1.

Bảng 1: Mô tả các biến số kinh tế vĩ mô

Tên yếu tố vĩ mô	Ký hiệu	Định nghĩa
Chỉ số VN-Index	VNI	Chỉ số VN-Index là chỉ số đóng cửa ngày cuối cùng trong tháng
Lạm phát	CPI	Chỉ số giá tiêu dùng (hàng tháng)
Tỷ giá hối đoái	EX	Tỷ giá hối đoái là tỷ giá VND/USD ngày cuối cùng trong tháng
Cung tiền M2	M2	Lượng cung tiền được chọn là cung tiền M2
Giá vàng trong nước	DGP	Giá vàng trong nước là giá vàng (giá bán) ngày cuối tháng

Các biến số kinh tế vĩ mô được thống kê thường xuyên hàng tháng từ tháng 1/2004 đến 12/2011 từ số liệu thống kê tài chính (IFS) của

Quỹ Tiền tệ Quốc tế ngoại trừ chỉ số VN-Index, giá vàng trong nước, những dữ liệu này được thu thập từ Sở giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí

Minh (HoSE) và Báo cáo thường niên của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Lý do lựa chọn dữ liệu hàng tháng vì hầu hết các biến số kinh tế vĩ mô của Việt Nam có thể thu thập được hàng tháng.

Những biến được sử dụng dưới dạng Logarith tự nhiên (LVNI, LCPI, LEX, LM2 và LDGP). Việc chuyển đổi dữ liệu gốc sang Logarith cho các biến nhằm làm giảm bớt độ phân tán cao cũng như có một số quan sát có giá trị bất thường của dữ liệu gốc và việc dùng dữ liệu dưới dạng Logarith để thuận lợi trong việc nhận dạng và phân tích dữ liệu.

4.2. Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp được sử dụng là nghiên cứu định lượng. Với dữ liệu chuỗi thời gian theo tháng (từ tháng 1 năm 2004 đến tháng 12 năm 2011) nên có tất cả 96 quan sát cho mỗi biến trong nghiên cứu. Trên cơ sở dữ liệu chuỗi thời gian, nghiên cứu sử dụng phương pháp kiểm định DF bổ sung là ADF (Augmented Dickey-Fuller test) để xác định tính dừng, kiểm định đồng tích hợp (Cointegrated Test) bằng phương pháp của Johansen và Juselius để xem xét có tồn tại mối quan hệ trong dài hạn giữa các biến đang nghiên cứu. Khi các chuỗi dữ liệu không dừng (non-stationary) và tồn tại mối quan hệ đồng tích hợp thì phương pháp hồi quy đồng tích hợp (cointegration regression) bằng kỹ thuật bình phương bé nhất đã được hiệu chỉnh hoàn toàn (Fully Modified Least Squares – FMOLS) sẽ được áp dụng để xác định mối quan hệ trong dài hạn; kiểm định nhân quả Granger (Granger-Causality Test) để xác định mức độ ảnh hưởng của các biến trong ngắn hạn; trong khi đó mô hình hiệu chỉnh sai số (Error Correction Model – ECM) sẽ giúp theo dõi quá trình điều chỉnh của thị trường chứng khoán Việt Nam từ trạng thái ngắn hạn hướng tới cân bằng trong dài hạn.

Bảng 3: Kết quả kiểm định đồng tích bằng kiểm định vết ma trận

Giả thiết H_0	Giá trị riêng của ma trận Eigenvalue	Giá trị thống kê vết của ma trận Trace	Giá trị tới hạn $\alpha = 5\%$	Prob
--------------------	---	---	-----------------------------------	------

5. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

5.1. Kiểm định nghiệm đơn vị và bậc tích hợp

Phương pháp kiểm định ADF (Augmented Dickey-Fuller test) được sử dụng để tìm ra trình trạng tồn tại nghiệm đơn vị (a Unit Root Test) trong tất cả dữ liệu của các biến. Từ kết quả kiểm định ở bảng 2 cho thấy rằng chuỗi dữ liệu ban đầu (ở mức level) là không dừng (hay có nghiệm đơn vị). Với mức ý nghĩa 5%, chuỗi dữ liệu các biến đều dừng ở mức sai phân bậc 1. Như vậy, bậc tích hợp của tất cả các biến là 1 hay $I(1)$. Bước tiếp theo của nghiên cứu là kiểm định đồng tích hợp của Johansen để xác định giữa các biến có mối quan hệ đồng tích hợp là cơ sở cho việc xác lập mối quan hệ trong dài hạn.

Bảng 2: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị

Biến số kinh tế vĩ mô	Kiểm định nghiệm đơn vị	
	Mức ý nghĩa	Sai phân bậc 1
LVNI	-1.840462	-6.787059*
LCPI	0.812467	-5.249319*
LEX	1.106457	-10.03810*
LM2	-1.723396	-7.764643*
LDGP	0.389024	-9.058656*

Ghi chú: * có ý nghĩa ở mức 5%

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Eview 7.0

5.2. Kiểm định đồng tích hợp

Kết quả trong bảng 3 và bảng 4 cho thấy cả hai kiểm định mà Johansen và Juselius (1990) đưa ra là kiểm định vết ma trận (trace) và kiểm định giá trị riêng cực đại của ma trận (Max-eigenvalue) đều khẳng định tồn tại ít nhất một vectơ đồng tích hợp ở mức ý nghĩa 5%. Điều này chứng minh rằng có một mối quan hệ dài hạn mạnh (đồng tích hợp) giữa các biến nghiên cứu.

$R = 0^*$	0.322117	73.66707	69.81889	0.0239
$R \leq 1$	0.189498	38.67677	47.85613	0.2733
$R \leq 2$	0.138486	19.76762	29.79707	0.4387
$R \leq 3$	0.048844	6.351880	15.49471	0.6539
$R \leq 4$	0.020291	1.844940	3.841466	0.1744

Ghi chú: * Biểu thị bác bỏ giả thiết H_0 ở mức ý nghĩa 5%

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Eview 7.0

Bảng 4: Kết quả kiểm định đồng tích hợp bằng kiểm định giá trị riêng cực đại

Giả thiết H_0	Giá trị riêng của ma trận Eigenvalue	Giá trị riêng cực đại của ma trận Max-Eigen	Giá trị tới hạn $\alpha = 5\%$	Prob
$R = 0^*$	0.322117	34.99030	33.87687	0.0367
$R \leq 1$	0.189498	18.90915	27.58434	0.4215
$R \leq 2$	0.138486	13.41574	21.13162	0.4147
$R \leq 3$	0.048844	4.506940	14.26460	0.8023
$R \leq 4$	0.020291	1.844940	3.841466	0.1744

Ghi chú: * Biểu thị bác bỏ giả thiết H_0 ở mức ý nghĩa 5%

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Eview 7.0

5.3. Lựa chọn độ trễ tối ưu

Việc lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình sẽ được thực hiện bằng cách ứng dụng mô hình VAR cho các chuỗi dữ liệu ban đầu của các biến với độ trễ tối đa là 5. Mô hình VAR sẽ tự động lựa chọn độ trễ tối ưu dựa trên các tiêu chuẩn:

tiêu chuẩn thông tin Akaike (Akaike Information Criterion – AIC), tiêu chuẩn thông tin Schwarz (Schwarz information criterion – SC) và tiêu chuẩn thông tin Hannan-Quinn: (Hannan-Quinn information criterion – HQ) để lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình.

Bảng 5: Kết quả lựa chọn độ trễ tối ưu

Độ trễ (Lags)	Tiêu chuẩn thông tin Akaike	Tiêu chuẩn thông tin Schwarz	Tiêu chuẩn thông tin Hannan-Quinn
0	-7.221885	-7.083926	-7.166227
1	-22.93106	-22.10330*	-22.59711*
2	-23.15035*	-21.63280	-22.53811
3	-23.00945	-20.80210	-22.11892
4	-22.82806	-19.93091	-21.65924
5	-22.63360	-19.04666	-21.18649

Ghi chú: * độ trễ được lựa chọn theo tiêu chuẩn

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Eview 7.0

Độ trễ tối ưu được xác định dựa vào kết quả phù hợp với nhiều tiêu chuẩn nhất. Tiêu chuẩn thông tin Schwarz và tiêu chuẩn thông tin

Hannan-Quinn cùng đề nghị lựa chọn độ trễ tối đa của mô hình là 1, tức là giá trị của các biến

hiện tại sẽ chịu tác động của giá trị của các biến trễ theo tháng là một tháng trước đó.

5.4. Mô hình hồi quy đồng tích hợp

Nghiên cứu mối quan hệ trong dài hạn giữa các biến nhằm mục đích cho thấy rằng các biến quan sát trong dài hạn sẽ dao động theo quan hệ cung cầu và có xu hướng xoay quanh giá trị thực

của nó. Khi quan sát dài hạn sẽ thấy các biến có xu hướng biến động cùng nhau hay không loại bỏ các tác nhân tức thời, ngẫu nhiên trong ngắn hạn, các biến thiên trong ngắn hạn.

Với kết quả ước lượng FMOLS, chúng ta có mô hình ảnh hưởng của LCPI, LEX, LM2 và LDGP lên LVNI trong dài hạn.

Bảng 6: Kết quả ước lượng mô hình hồi quy đồng tích hợp

LVNI =	43.82618	- 6.947153LCPI	- 1.954762LEX	+ 2.046576LM2	+ 1.539681LDGP	(1)
	[2.594126]*	[-5.964091]**	[-1.183758]	[3.802972]**	[2.264343]*	

Ghi chú: ** có ý nghĩa ở mức 1%; * có ý nghĩa ở mức 5%

Nghiên cứu sử dụng giá trị p-value để kiểm định xem các biến độc lập có thực sự ảnh hưởng đến biến phụ thuộc trong dài hạn hay không. Với kết quả này cho thấy các hệ số của các biến LCPI, LM2 và LDGP có ý nghĩa thống kê và loại bỏ biến LEX.

Từ kết quả mô hình hồi quy đồng tích hợp, ta thấy:

- Lạm phát (LCPI): hệ số hồi quy của biến lạm phát là âm cho thấy kết quả phù hợp với giả thuyết nghiên cứu. Cụ thể ta thấy thay đổi của chỉ số giá chứng khoán với lạm phát là tương đối cao (6.947153), nghĩa là nếu lạm phát tăng 1% làm cho chỉ số giá chứng khoán giảm khoảng 6,95%. Điều này phản ánh đúng thực trạng của thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua, khi lạm phát tăng cao làm cho đồng tiền mất giá sẽ tạo ra xu hướng người dân hạn chế nắm giữ tiền mặt hoặc hạn chế gửi tiền vào các tổ chức tín dụng (lãi suất tiền gửi ngân hàng có thể thấp hơn tỷ lệ lạm phát) mà chuyển sang đầu tư vào các tài sản mang tính an toàn cao hơn như đầu tư bất động sản, đầu tư vào ngoại tệ mạnh hay nắm giữ vàng,... Ngoài ra, lạm phát tăng cao kéo theo lãi suất tiền gửi ngân hàng tăng dẫn đến nhà đầu tư chứng khoán cũng mong muốn một tỷ suất lợi nhuận yêu cầu trong mô hình định giá chứng khoán phải cao hơn; tức là chỉ chấp nhận mua khi giá chứng khoán giảm bớt.

- Lượng cung tiền (LM2) có quan hệ cùng chiều với chỉ số chứng khoán trong dài hạn, lượng cung tiền M2 tăng 1% dẫn đến chỉ số giá chứng khoán tăng lên khoảng 2,05% (hệ số hồi quy của biến cung tiền là dương cho thấy kết quả phù hợp với giả thuyết nghiên cứu). M2 gia tăng thể hiện sự mở rộng về chính sách tiền tệ nên nguồn cung tiền trên thị trường cũng gia tăng. Cả doanh nghiệp và nhà đầu tư có nhiều cơ hội tiếp cận vốn. Doanh nghiệp dễ dàng vay vốn để mở rộng hoạt động kinh doanh nên khả năng tăng thu nhập cũng tăng lên. Nhà đầu tư có thêm nguồn vốn để đầu tư nên cầu về chứng khoán sẽ tăng. Mặt khác khi lượng cung tiền M2 tăng hàm ý lãi suất trên thị trường tiền tệ sẽ giảm và do đó theo nguyên tắc bình thông nhau giữa thị trường tiền tệ và thị trường vốn lượng tiền nhàn rỗi sẽ dịch chuyển từ thị trường tiền tệ sang thị trường chứng khoán để hưởng mức sinh lời cao hơn.

- Giá vàng trong nước (LDGP): ở mức ý nghĩa thống kê 5%, hệ số hồi quy của biến giá vàng trong nước có ảnh hưởng dương đến chỉ số giá chứng khoán. Kết quả trong dài hạn, tác động của biến giá vàng trong nước trong mô hình lại khác so với giả thuyết nghiên cứu. Khi giá vàng trong nước tăng 1% thì chỉ số giá chứng khoán tăng lên khoảng 1,54%, kết quả này ngược với giả thuyết nghiên cứu và các nghiên cứu ở nước ngoài như nghiên cứu của Garefalakis và ctg. (2011) tại thị trường chứng khoán Hong Kong; nhưng lại có

cùng kết quả với nghiên cứu của Huỳnh Thanh Bình và Nguyễn Minh Hà (2012) về thị trường chứng khoán Việt Nam, đó là: giá vàng thế giới có tác động cùng chiều lên chỉ số giá chứng khoán. Các nước châu Á trong đó có Việt Nam vẫn có thói quen xem vàng là một tài sản, một nguồn vốn dự trữ cũng như sử dụng vàng trong phần lớn các giao dịch như mua bán bất động sản hoặc sử dụng vàng làm đồ trang sức đã ăn sâu vào lối sống của người Việt Nam, khiến cho cầu về vàng tăng theo tốc độ tăng trưởng kinh tế cũng như khả năng tích lũy của người dân. Như vậy, vàng vẫn là một tài sản trong danh mục đầu tư của nhà đầu tư cùng với các loại tài sản khác và sự biến động cùng hướng với chỉ số giá chứng khoán là một kết quả khác biệt hơn so với các kết quả thực nghiệm của các nghiên cứu ở các nước khác do những nét riêng về phong tục, đặc thù nền kinh tế, chế độ chính trị ở Việt Nam,...

- Kết quả ước lượng cũng cho thấy: yếu tố tỷ giá không có ảnh hưởng đến chỉ số giá chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Như vậy, trong dài hạn yếu tố lạm phát có mối quan hệ ngược chiều đến chỉ số chứng khoán Việt Nam (xấp xỉ 6,95%) với mức động mạnh

nhất, tiếp theo là yếu tố lượng cung tiền M2 (xấp xỉ 2,05%). Giá vàng trong nước có ảnh hưởng nhỏ nhất (xấp xỉ 1,54%). Hai yếu tố cung tiền M2 và giá vàng trong nước có mối quan hệ cùng chiều lên chỉ số giá chứng khoán.

5.5. Mô hình hiệu chỉnh sai số

Mối quan hệ trong ngắn hạn của mô hình là xét đến tính chất nhất thời của thời điểm đang nghiên cứu và xem xét đến độ biến động của chỉ số giá chứng khoán qua từng tháng (biến thiên theo tháng) chịu ảnh hưởng bởi biến thiên của các yếu tố kinh tế vĩ mô (biến độc lập) và chính bản thân biến chỉ số giá chứng khoán.

Sau khi đã xác định kết quả có tồn tại đồng tích hợp giữa các biến đang nghiên cứu thì ECM được áp dụng để xem xét mối quan hệ trong ngắn hạn giữa các biến LVNI, LCPI, LEX, LM2 và LDGP.

Do sai phân bậc 1 của các biến là chuỗi dừng và có độ trễ là một tháng tác động nên nghiên cứu có thể sử dụng kỹ thuật OLS, thêm phần dư có độ trễ t-1 được đưa vào trong mô hình nhằm bảo đảm quan hệ quan hệ dài hạn được thỏa mãn.

Bảng 7: Kết quả ước lượng mô hình hiệu chỉnh sai số

Biến phụ thuộc: **DLVNI**

Biến số	Hệ số hồi quy	Sai số chuẩn	Thống kê t	P-value
C	0.003144	0.026941	0.116695	0.9074
$\Delta LVNI_{t-1}$	0.358497	0.098402	3.643169	0.0005*
$\Delta LCPI$	-2.002082	1.521848	-1.315559	0.1919
$\Delta LCPI_{t-1}$	0.368919	1.528964	0.241287	0.8099
ΔLEX	-1.631143	0.939868	-1.735503	0.0864**
ΔLEX_{t-1}	0.644579	0.949628	0.678770	0.4992
$\Delta LM2$	0.709442	0.671084	1.057159	0.2935
$\Delta LM2_{t-1}$	0.316420	0.669094	0.472909	0.6375
$\Delta LDGP$	-0.021967	0.259964	-0.084499	0.9329
$\Delta LDGP_{t-1}$	-0.231048	0.264443	-0.873715	0.3848
ECT _{t-1}	-0.130426	0.043121	-3.024689	0.0033*

Ghi chú: * có ý nghĩa 1%, ** có ý nghĩa 10%

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Eview 7.0

Dựa vào bảng 7, các hệ hồi quy số có ý nghĩa thống kê ở mức 1% được chọn là $LVNI_{t-1}$ và ECT_{t-1} ; trong khi đó ΔLEX có ý nghĩa thống kê ở mức 10%.

Trong ngắn hạn, kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và biến động chỉ số giá chứng khoán như sau:

- $\Delta LVNI_{t-1}$: với mức ý nghĩa 1%, hệ số biến thiên một tháng giao dịch trước đó của chỉ số giá chứng khoán có mối quan hệ cùng chiều với biến thiên chỉ số giá chứng khoán hiện tại với mức độ tác động không lớn. Biến thiên của chỉ số giá chứng khoán tháng trước tăng 1% thì biến thiên chỉ số giá chứng khoán hiện tại tăng khoảng 0,36%.

- ΔLEX : ở mức ý nghĩa 10%, biến thiên của tỷ giá hối đoái có mối quan hệ ngược chiều với biến thiên chỉ số giá chứng khoán hiện tại. Biến thiên tỷ giá hối đoái tăng 1% thì biến thiên chỉ số giá chứng khoán hiện tại giảm khoảng 1,63%. Kiểm định nhân quả Granger cũng cho thấy sự biến động thị trường chứng khoán là do yếu tố tỷ giá gây ra. Tỷ giá biến động theo hướng đồng Việt Nam giảm giá có thể tạo ra những hoài nghi về các chính sách ổn định tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước, các nhà đầu tư nước ngoài sẽ lo ngại nhiều hơn về những bất ổn kinh tế vĩ mô, nhất là đối với các khoản đầu tư trung và dài hạn. Đơn giản là bởi vì ở vị trí của một nhà đầu tư, họ sẽ phải tính đến cả thời điểm rút vốn khỏi Việt Nam để hoàn tất từng chu kỳ đầu tư. Khi đó, nếu VND bị giảm giá thì họ là những người chịu thiệt hại. Ngoài ra, việc phá giá đồng nội tệ cũng sẽ có áp lực lớn lên lạm phát, việc tăng tỷ giá là làm gia tăng chi phí của các nhà sản xuất. Giá các hàng hoá nhập khẩu như xăng dầu, phân bón, được phẩm sẽ tăng mạnh sẽ làm hầu hết các hàng hoá đến tay người tiêu dùng bị tăng theo. Chỉ số giá tiêu dùng vì vậy sẽ gia tăng.

- $ECT_{t-1} = -0.130426$: có nghĩa là giá trị biến thiên của chỉ số chứng khoán ($\Delta LVNI$) bị khử đi khoảng 0,130426; đây cũng là mức chênh lệch

giữa biến thiên ngắn hạn và dài hạn. Chúng ta thấy rằng hệ số ước lượng của ECT ở độ trễ $t-1$ trong ngắn hạn có dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số điều chỉnh mất cân bằng của ECT_{t-1} đã đảm bảo rằng nghiên cứu có tồn tại quan hệ đồng tích hợp như đã tìm ra ở phần trước theo giả thuyết của Engle và Granger (1987). Đồng thời, hệ số của ECT_{t-1} âm cũng cho thấy sự điều chỉnh biến chỉ số giá chứng khoán là do hệ số này điều chỉnh sai số. Điều này chứng tỏ những cú sốc hoặc biến động ngắn hạn sẽ làm ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán Việt Nam và mất khoảng gần 8 tháng để các điều chỉnh trong ngắn hạn đạt được điểm cân bằng trong dài hạn.

Như vậy trong ngắn hạn, chỉ số giá chứng khoán sẽ bị tác động bởi xu hướng biến động của chỉ số giá chứng khoán tháng giao dịch trước đó và tỷ giá hối đoái.

5.6. Kiểm định quan hệ nhân quả Granger

Bảng 8 mô tả mối quan hệ nhân quả giữa chỉ số giá chứng khoán Việt Nam với các yếu tố kinh tế vĩ mô với độ trễ là một tháng. Kết quả này cho thấy: chỉ số giá chứng khoán Việt Nam có mối quan hệ nhân quả một chiều với tỷ giá hối đoái ở mức ý nghĩa 10%. Trong trường hợp này, ta có biến thiên của tỷ giá hối đoái là nguyên nhân biến thiên của chỉ số giá chứng khoán.

Bảng 8: Kết quả kiểm định quan hệ nhân quả Granger

Giả thiết H_0	P-value
$\Delta LCPI$ không có quan hệ nhân quả Granger với $\Delta LVNI$	0.1597
$\Delta LVNI$ không có quan hệ nhân quả Granger với $\Delta LCPI$	0.5063
ΔLEX không có quan hệ nhân quả Granger với $\Delta LVNI$	0.0789*
$\Delta LVNI$ không có quan hệ nhân quả Granger với ΔLEX	0.6086
$\Delta LM2$ không có quan hệ nhân quả Granger với $\Delta LVNI$	0.2839

$\Delta LVNI$ không có quan hệ nhân quả Granger với $\Delta LM2$	0.3364
$\Delta LDGP$ không có quan hệ nhân quả Granger với $\Delta LVNI$	0.8468
$\Delta LVNI$ không có quan hệ nhân quả Granger với $\Delta LDGP$	0.5738

Ghi chú: * có ý nghĩa ở mức 10%

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Eview 7.0

6. KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH

6.1. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy các chuỗi dữ liệu đều dừng ở sai phân bậc 1, nghĩa là bậc của các biến là $I(1)$, có ít nhất một mối quan hệ đồng tích hợp giữa các biến được tìm thấy làm cơ sở cho việc áp dụng kỹ thuật hồi quy đồng tích hợp để xác định mối quan hệ trong dài hạn; đồng thời mô hình hiệu chỉnh sai số và kiểm định nhân quả Granger sẽ cho thấy mối quan hệ giữa các biến trong ngắn hạn. Trong dài hạn, kết quả nghiên cứu cho thấy: lạm phát có mối quan hệ nghịch biến đến chỉ số giá chứng khoán, lượng cung tiền $M2$ và giá vàng trong nước có mối quan hệ cùng chiều với chỉ số giá chứng khoán; trong khi đó tỷ giá hối đoái lại không có ảnh hưởng đến chỉ số giá chứng khoán. Còn trong ngắn hạn, chỉ số giá chứng khoán hiện có mối quan hệ với chỉ số giá chứng khoán tháng trước với tương quan cùng chiều và ngược chiều với tỷ giá hối đoái. Kiểm định nhân quả Granger cũng cho thấy tỷ giá hối đoái là nguyên nhân gây ra biến động của chỉ số giá chứng khoán. Tốc độ điều chỉnh dự kiến chỉ ra rằng: thị trường chứng khoán Việt Nam hội tụ đến trạng thái cân bằng trong dài hạn là khá chậm (điều chỉnh khoảng 13,04% mỗi tháng để đạt đến cân bằng dài hạn).

Có thể nói kết quả đạt được của nghiên cứu hy vọng góp phần làm phong phú cơ sở lý thuyết về mối quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và biến động thị trường chứng khoán của những nước đang phát triển như Việt Nam. Nghiên cứu đã sử dụng giá vàng trong nước thay cho yếu tố giá vàng thế giới được sử dụng trong nghiên cứu

của Huỳnh Thanh Bình và Nguyễn Minh Hà (2012), đồng thời bổ sung thêm yếu tố kinh tế vĩ mô là lượng cung tiền $M2$ trên cơ sở nghiên cứu của Jiranyakul (2009).

Vì thị trường chứng khoán Việt Nam tương đối nhỏ so với thị trường tại các nước có nền kinh tế phát triển nên thị trường chứng khoán Việt Nam có thể cũng rất dễ bị ảnh hưởng bởi các yếu tố kinh tế vĩ mô toàn cầu hoặc các yếu tố kinh tế vĩ mô của những đối tác thương mại chính. Để mở rộng hơn bài nghiên cứu này nên cần mở rộng thêm các biến đại diện cho thị trường chứng khoán thế giới (như: Dow Jones Industrial Average, ShangHai Composite Index, hay Nikkei 225,...), các yếu tố kinh tế vĩ mô khác (tỷ lệ thất nghiệp, sản lượng công nghiệp, giá xăng dầu bán lẻ trong nước,...), đồng thời bổ sung thêm các biến số vĩ mô của doanh nghiệp. Bên cạnh đó cũng tìm hiểu thêm các mô hình khác giúp giải thích biến động thị trường chứng khoán tốt hơn như mô hình Fama-French, mô hình ba nhân tố mới của Lu Zhang hay các nghiên cứu về tâm lý đám đông để đo lường mức độ đám đông trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

6.2. Gợi ý chính sách

Một môi trường kinh tế vĩ mô ổn định và lành mạnh là một điều kiện quan trọng và tiên quyết để thị trường chứng khoán vận hành tốt. Đồng thời, thị trường chứng khoán cũng nhanh chóng truyền đi các cú sốc từ các yếu tố kinh tế vĩ mô gây ra như mức độ lạm phát, lượng cung tiền, khả năng sản xuất của nền kinh tế, biến động giá vàng,...

Khi hoạch định các chính sách có liên quan và thực hiện một cách hiệu quả, trước tiên các nhà hoạch định chính sách phải xác định mục tiêu hợp lý và cam kết theo đuổi mục tiêu đó. Các quy tắc chính sách thường được sử dụng phổ biến bởi ngân hàng trung ương các nước bao gồm: mục tiêu cung tiền, mục tiêu GDP danh nghĩa, mục

tiêu lạm phát và quy tắc Taylor (Phạm Thế Anh, 2011).

Thực tế ở Việt Nam trong thời gian qua, hàng năm Ngân hàng Nhà nước đồng thời công bố hai mục tiêu tăng trưởng cung tiền và mục tiêu lạm phát. Ví dụ như năm 2010, Ngân hàng Nhà nước đồng thời đặt mục tiêu tăng trưởng cung tiền là 20% và mục tiêu lạm phát là 8%. Đây là những quy tắc chứa đựng nhiều mâu thuẫn. Việc theo đuổi tăng trưởng cung tiền ở mức cố định sẽ khiến cho chính sách tiền tệ mất đi tính linh hoạt trong việc kiểm soát lạm phát. Rõ ràng, chúng ta không thể đồng thời vừa tăng cung tiền vừa cắt giảm lạm phát trong trường hợp cần thiết. Quan trọng hơn, ấn định mục tiêu tăng trưởng cung tiền ở mức 20% là cao một cách bất hợp lý. Trạng thái cân bằng dài hạn cho chúng ta biết tốc độ tăng cung tiền chỉ nên dao động xấp xỉ quanh mức lạm phát mục tiêu cộng với tốc độ tăng trưởng kinh tế – khoảng 15% đối với Việt Nam.

Việc theo đuổi mục tiêu tăng trưởng cung tiền quá cao trong thời gian dài sẽ dẫn đến việc lạm phát thực tế vượt xa mức mục tiêu và/hoặc gây ra bong bóng giá trên thị trường tài sản.

Cuối cùng, khi đã công bố mục tiêu thì các quy tắc chính sách để đạt được mục tiêu đó cần phải được thực hiện một cách có kỉ luật. Việc thực thi một chính sách nhất quán sẽ giúp Ngân hàng Nhà nước lấy được lòng tin của công chúng. Lý thuyết kỳ vọng duy lý cho chúng ta biết rằng hành vi của các hộ gia đình và các doanh nghiệp trong nền kinh tế không chỉ dựa trên những thông tin trong quá khứ mà còn dựa vào các thông tin về tương lai mà trong đó chỉ số giá chứng khoán được sử dụng như một chỉ báo hàng đầu về tình trạng nền kinh tế trong tương lai. Khi công chúng tin vào những công bố chính sách, Ngân hàng Nhà nước chỉ cần điều chỉnh nhỏ đối với chính sách cũng có thể đem lại những hiệu quả lớn.

The relationship between macroeconomic factors and stock market volatility: empirical evidence from the Vietnam stock market

- **Nguyen Minh Kieu**
- **Nguyen Van Diep**

Ho Chi Minh City Open University

ABSTRACT:

The main target of this study is to measure the relationship of macroeconomic factors to the volatility of the stock market in

Vietnam (through stock price VN-index). There are four factors including the consumer price index (measure of inflation),

the exchange rate of USD/VND and money supply M2. Research shows that the stock price VN-Index has a positive relationship with the money supply M2 and the domestic gold price in long term. On the contrary, it has a negative relationship with the inflation while it does not have any connection to the exchange rate and stock price index. In short

term, the current stock price index has proportional to the stock price index last month and inversely proportional to the exchange rate. The estimated speed of adjustment indicates that the Vietnam stock market converges to the equilibrium about 8 months (adjusted approximately 13.04% per month) to reach equilibrium in the long term.

Keywords: stock market indices, macroeconomic factors, volatility, VN-Index

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Abdalla, I.S.A. and Murinde, V. (1997), "Exchange Rate and Stock Price Interactions in Emerging Financial Markets: Evidence on India, Korea, Pakistan, and the Philippines", *Applied Financial Economics*, Vol.7, pp.25-35.
- [2]. Ajayi, R.A. and Mougoue, M. (1996), "On the Dynamic Relation between Stock Prices and Exchange Rates", *The Journal of Financial Research*, No.19, pp.193-207.
- [3]. Branson, W.H. (1983), Macroeconomic Determinants of Real Exchange Risk. In R.J Herring (ed) *Managing Foreign Exchange Risk*. Chapter 1. Cambridge. Cambridge University Press.
- [4]. Dornbusch, R. and Fischer, S. (1980), "Exchange Rates and the Current Account", *The American Economic Review*, Vol. 70, No. 5, pp.960-971. Available at: <http://www.jstor.org/stable/1805775>.
- [5]. Engle, R.F. and Granger, C.W.J. (1987), "Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing", *Econometrica*, Vol.55(2), pp.251-76.
- [6]. Fama, E.F. (1970), "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, Vol.25, pp.383-417.
- [7]. Friedman, M. and Schwartz, A.J. (1963), "Money and Business Cycles", *Review of Economics and Statistics*, Vol.45 (1), pp.32-64.
- [8]. Gan, C., Lee, M., Young, H.W.A. and Zhang, J. (2006), "Macroeconomic Variables and Stock Market Interactions: New Zealand Evidence", *Investment Management and Financial Innovations*, Vol.3, Issue 4, pp.89-101.
- [9]. Garefalakis, E.A., Dimitras, A., Koemtzipoulos, K., and Spinthiropoulos, K., (2011), "Determinant Factors of Hong Kong Stock market", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue.62, pp.50-60.
- [10]. Gavin, M. (1988), "The Stock Market and Exchange rate Dynamic", *Journal of International Money and Finance*, Vol.8 (2), pp.181-200.
- [11]. Jiranyakul, K. (2009), "Economic Forces and the Thai Stock Market, 1993-2007", *NIDA Economic Review*, Vol.4, No.2, pp.1-12.
- [12]. Johansen, S. and Juselius, K. (1990), "Maximum Likelihood estimation and Inference on Co-integration with Applications to the Demand for Money", *Oxford Bullentin of Economics and Statistics*, Vol.52, pp.169-210.
- [13]. Krainer, J. (2002), "Stock Market Volatility", *Economic Letter*, Vol.32,

- available on website
[http://www.frbsf.org/publications/economic
s/letter/2002/el2002-32.html](http://www.frbsf.org/publications/economic%20letters/2002/el2002-32.html)
- [14]. Kwon, C.S. and Shin, T.S. (1999),
“Cointegration and Causality between
Macroeconomic Variables and Stock
Market Returns”, *Global Finance Journal*,
Vol.10, No.1, pp.71-81.
- [15]. Mukherjee, T.K. and Naka, A. (1995),
“Dynamic Relations between
Macroeconomic Variables and the Japanese
Stock Market: An Application of a Vector
Error Correction Model”, *Journal of
Financial Research*, Vol.18, No.2, pp.223-
237.
- [16]. Narayan, K.P. and Narayan, S. (2010),
“Modelling the impact of oil prices on
Vietnam's stock prices”, *Applied energy*,
Vol.87, No.1, pp.356-361.
- [17]. Rahman, A.A., Sidek, N.Z.M. and Tafri,
F.H. (2009), “Macroeconomic determinants
of Malaysian Stock Market”, *African
Journal of Business Management*, Vol.3
(3), pp.095-106. Sellin, Peter (2001),
“Monetary Policy and the Stock Market:
Theory and Empirical Evidence”, *Journal
of Finance Surveys*, Vol.15 (4), pp.491-
541.
- [18]. Solnik, B. (1987), “Using Financial Prices
to Test Exchange Rate Models: A Note”,
The Journal of Finance, Vol.42, pp.141-
149.
- [19]. Leeb, S. và Conrad, R.S. (1996), *Xác định
thời điểm mua bán cổ phiếu* (Trần Tuấn
Thạc dịch), NXB Thống Kê.
- [20]. Phạm Thế Anh (2011), “Lạm phát và các
quy tắc chính sách tiền tệ”, *Bài thảo luận
chính sách CS-05*, Trung tâm Nghiên cứu
Kinh tế và Chính sách, Trường Đại học
Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội.
- [21]. Huỳnh Thanh Bình và Nguyễn Minh Hà
(2012), “Tác động của giá vàng, giá dầu và
các chỉ số chứng khoán lớn thế giới đến chỉ
số chứng khoán VN-index”, *Tạp chí Những
vấn đề Kinh tế và Chính trị thế giới*, Số 4
(2012), Trang 67-73.
- [22]. Nguyễn Minh Kiều và Bùi Kim Yến
(2009), *Thị trường tài chính*, NXB Thống
Kê.
- [23]. Samuelson, P.A. (2007), *Kinh tế học*, NXB
Tài chính.