

Phân tích tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán VN

PGS.TS. PHAN THỊ BÍCH NGUYỆT & THS. PHẠM DƯƠNG PHƯƠNG THẢO

Đại học Kinh tế TP. HCM

Nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới về tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến TTCK thì các kết quả nghiên cứu về chủ đề này có nhiều sự khác biệt giữa các thị trường, thậm chí có kết quả nghiên cứu trái chiều nhau. Sau thời gian hình thành và đi vào hoạt động, thị trường chứng khoán VN đã có những đóng góp nhất định cho nền kinh tế. Tuy nhiên thị trường vẫn tiềm ẩn khá nhiều những biến động bất thường và tiềm ẩn nhiều rủi ro. Sự thăng trầm của thị trường trong thời gian qua do tác động bởi nhiều nhân tố khác nhau trong đó không thể loại trừ tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô. Bài nghiên cứu này nhằm mục tiêu kiểm định tại VN có tồn tại mối tương quan giữa những nhân tố kinh tế vĩ mô với thị trường chứng khoán VN hay không? Kết quả nghiên cứu cho thấy các biến: cung tiền, lạm phát, sản lượng công nghiệp (đại diện cho hoạt động kinh tế thực), giá dầu thế giới thể hiện mối tương quan cùng chiều với TTCK; còn các biến lãi suất và tỉ giá hối đoái giữa VND/USD thể hiện mối tương quan ngược chiều với TTCK. Trên cơ sở các kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đề xuất các gợi ý chính sách cho điều hành kinh tế vĩ mô và cho thị trường với mục tiêu hướng tới phát triển một TTCK chuyên nghiệp.

Từ khóa: Nhân tố kinh tế vĩ mô, thị trường chứng khoán VN.

1. Giới thiệu

Sau khi hình thành và đi vào hoạt động, thị trường chứng khoán (TTCK) VN đã có những đóng góp nhất định cho nền kinh tế. Tuy nhiên sau giai đoạn tăng trưởng nóng, thị trường thường rơi vào trạng thái mất cân bằng, chỉ số giá chứng khoán liên tục sụt giảm. Bên cạnh đó, khủng hoảng kinh tế toàn cầu 2008 đã khiến cho kinh tế VN phải đương đầu với nhiều thách thức. Những thông tin tiêu cực về kinh tế vĩ mô đã tác động không nhỏ tới sự suy giảm của toàn thị trường. Nhiều câu hỏi được đặt ra, trong đó có câu hỏi: Vậy, giữa những nhân tố kinh tế vĩ mô với TTCK VN có thực sự tồn tại mối tương quan hay không?

Năm 2011 là năm chứng kiến nền kinh tế VN có nhiều biến động, đặc biệt là theo chiều hướng bất ổn, TTCK sụt giảm nghiêm trọng kèm theo những biến động bất thường. Kế thừa và có chọn lọc các nhân tố, bài nghiên cứu kiểm định mối tương quan này tại VN bằng mô hình hồi quy với số liệu thu thập đến tháng 9/2011 nhằm phản ánh những diễn biến của kinh tế vĩ mô và của thị trường. Trên cơ sở kết quả phân tích, bài nghiên cứu đề xuất các ý kiến mới, hữu ích cho việc xây dựng và hoàn thiện các chính sách điều hành và quản lý kinh tế vĩ mô. Các ý kiến đề xuất không chỉ tập trung nâng cao tính hiệu quả cho các chính sách kinh tế vĩ mô mà còn cho cả TTCK. Điều này hết sức quan trọng và cần thiết

trong bối cảnh nền kinh tế đang đương đầu với nhiều khó khăn và thách thức như hiện nay.

2. Cơ sở lý thuyết và khung phân tích

TTCK là một chủ thể chịu tác động của nhiều nhân tố, bao gồm các nhân tố kinh tế vĩ mô và vi mô. Mối quan hệ giữa các biến kinh tế vĩ mô với chỉ số chứng khoán – đại diện cho tình hình của TTCK – đã được nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới quan tâm. Stephen A. Ross (1976) đã phát triển Lý thuyết kinh doanh chênh lệch giá (APT – Arbitrage Pricing Theory) để giải thích tỉ suất sinh lợi của chứng khoán trên thị trường. Lý thuyết APT cho rằng tỉ suất sinh lời kỳ vọng của chứng khoán được xác

định bằng phương trình k nhân tố:

$$R_j = a_j + \beta_{j,1} F_1 + \dots + \beta_{j,k} F_k + u_j$$

Các nhân tố trong mô hình APT có thể là các nhân tố kinh tế vĩ mô hoặc các nhân tố kinh tế vi mô. Nhiều nhà khoa học đã chứng minh bằng thực nghiệm tác động của các nhân tố vĩ mô như sản lượng công nghiệp, chỉ số giá tiêu dùng, cung tiền, GDP, tỉ giá hối đoái, lãi suất, lạm phát, rủi ro chính trị, giá dầu, khu vực mậu dịch, và các chỉ số chứng khoán thị trường khu vực... đến TTCK như Merton (1973); Nelson (1976), Jaffe & M&elker (1976), Fama & Schwert (1977) Ross (1976); Chen, Roll, & Ross (1986); Jorion (1991); Ely & Robinson (1997); Ferson & Harvey (1994); Mukherjee & Naka (1995); Humpe & Macmillan (2007); Yin-Wong Cheung & Kon S.Lai (1998). Nhìn chung, tại các quốc gia phát triển thể hiện rõ tác động của các nhân tố vĩ mô đến TTCK. Tuy nhiên, nghiên cứu thực nghiệm tại TTCK mới nổi lại tìm thấy kết quả vừa có những điểm tương đồng xen lẫn với nhiều khác biệt so với các TTCK đã phát triển. Hai khác biệt cơ bản đó là: không phải tất cả các biến số kinh tế vĩ mô theo lý thuyết có tác động đến TTCK đều thể hiện tác động đến TTCK mới nổi hoặc đang phát triển; và thậm chí có những tác động của một số nhân tố vĩ mô đến TTCK thể hiện trái chiều so với các lý thuyết kinh điển. Ví dụ, tại các thị trường mới nổi, bản thân lãi suất không phải là nhân tố tác động nhưng độ chênh lệch tỉ suất sinh lợi và sự khác biệt về mức độ rủi ro thì ảnh hưởng đến tỉ suất sinh lợi vốn cổ phần (Chen, Roll & Ross 1986). Tại nhiều thị trường mới nổi, chỉ số rủi ro chính trị và giá dầu cho thấy sự tương quan yếu

với TTCK (Harvey 1995a; Erb, Harvey & Viskanta 1996). Kwon, Shin & Bacon (1997) nghiên cứu tại thị trường Hàn Quốc với dữ liệu tháng từ 1/1980 đến 12/1992 cho thấy rằng TTCK Hàn Quốc nhạy cảm hơn với hoạt động kinh tế thực và hoạt động thương mại quốc tế so với TTCK Mỹ và Nhật, thể hiện ở mối tương quan giữa các nhân tố

dài hạn và tỉ giá hối đoái. Trong khi việc điều chỉnh của lãi suất và tỉ giá góp phần quan trọng tới mối quan hệ đồng tích hợp thì lạm phát và cung tiền lại không được như vậy. Hơn nữa, chỉ số TTCK Singapore có mối quan hệ đồng tích hợp thuận chiều đáng kể với TTCK của Nhật và Mỹ. Có một chút khác biệt với kết luận trên khi Maysami và cộng



nếu tỉ giá hối đoái, cán cân thương mại, cung tiền và chỉ số sản xuất với TTCK. Kwon và Shin (1999) lại tiếp tục kiểm định liệu hoạt động kinh tế thực tại Hàn Quốc có thể giải thích được những biến động trên thị trường chứng khoán nước này không, bằng cách sử dụng kiểm định nhân quả Granger và mô hình vector hiệu chỉnh sai số (VECM). Kết quả là: TTCK Hàn Quốc phản ánh trong dài hạn sự thay đổi của các nhân tố kinh tế vĩ mô vào chỉ số giá cổ phiếu. Maysami và Koh (2000) nhận thấy rằng những thay đổi trong hai chỉ số đo lường hoạt động kinh tế thực là sản lượng công nghiệp và thương mại không có sự tích hợp cùng bậc với những thay đổi của TTCK Singapore. Tuy nhiên, những thay đổi của TTCK lại tạo ra một dạng quan hệ đồng tích hợp với những thay đổi ở mức giá cả, cung tiền, lãi suất ngắn hạn,

sự (2004) tiến hành nghiên cứu lại tại Singapore. Kết luận của họ là chỉ số TTCK Singapore và chỉ số ngành bất động sản hình thành mối quan hệ đồng tích hợp với tất cả các biến số kinh tế được lựa chọn gồm lãi suất ngắn hạn, dài hạn, sản lượng công nghiệp, lạm phát, tỉ giá và cung tiền. Đặc biệt, đối với chỉ số tài chính, hoạt động kinh tế thực và cung tiền thì sự liên hệ không đáng kể. Ibrahim & Yusoff (2001) khi nghiên cứu tại Malaysia đã chỉ ra rằng giá chứng khoán dường như chịu nhiều tác động hơn từ những thay đổi của các nhân tố mang tính nội địa, điển hình là cung tiền. Đặc biệt, cung tiền mang lại một hiệu ứng dương cho giá chứng khoán trong ngắn hạn, nhưng lại tác động ngược chiều nếu xét trong dài hạn. Tỉ giá hối đoái tác động nghịch chiều tới giá chứng khoán ở dài hạn; còn sản lượng công nghiệp

Bảng tóm tắt kỳ vọng tương quan giữa các nhân tố vĩ mô với TTCK

Nhân tố	Tương quan	Lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm
Hoạt động kinh tế thực	+	Fama (1981, 1990); Schwert (1990); Canova & De Nicolò (1995); Bodie (1976); Geske & Roll (1983); Rozeff (1984); Pearce & Roley (1983, 1985); Fischer & Merton (1984); Chen, Roll, & Ross (1986); Barro (1990); Domian & Louton (1997); Foresti (2006)
Cung tiền	+	Chen, Roll, Ross (1986); Wong (2005); Mukherjee (1995)
Lạm phát	-	Fama (1991); Mohamed & cộng sự (2009)
Lãi suất	-	Fama (1981)
Tỉ giá hối đoái	+ / -	Bailey & Chung (1995); Ajayi (1996); Granger (2000); Gautam Goswami & Sung-Chang Jung (1997)
Giá dầu	+ / -	Ferson & Harvey (1994); Hosseini S.M, Z.Ahmad & Y.W. Lai (2011); Mohan N& H.Singh (2011); Cong et al.(2008); Gogineni (2008); Weidenmier, Davis, & Aliaga-Diaz (2008).

và lạm phát thì mang tới hiệu ứng dương trong dài hạn. Cũng cùng quan điểm này, Rahman và cộng sự (2009) cho rằng trong dài hạn thì dự trữ ngoại hối và sản lượng công nghiệp tác động thuận chiều tới giá chứng khoán, còn cung tiền, lãi suất và tỉ giá thì lại dẫn tới một ảnh hưởng ngược chiều tới thị trường chứng khoán Malaysia. Mohamed & cộng sự (2009) đã tiếp cận vấn đề này dựa trên mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM), họ tìm kiếm sự liên hệ giữa các biến số kinh tế vĩ mô gồm lạm phát, cung tiền, tỉ giá và biến động chỉ số thị trường chứng khoán Malaysia cho giai đoạn trước khủng hoảng (dữ liệu từ 1987 đến 1995) và sau khủng hoảng (từ 1999 đến 2007). Họ kết luận rằng trước và sau khủng hoảng, lạm phát có sự tương quan dương với chỉ số giá chứng khoán, còn cung tiền thì tác động ngược chiều với giá chứng khoán. Trong khi đó, tỉ giá hối đoái thì có mối quan hệ thuận chiều với giá chứng khoán trong giai đoạn trước khủng hoảng nhưng lại tác động ngược chiều với giá chứng khoán sau khủng hoảng.

Bài nghiên cứu chọn lọc 6 nhân

tố thường gặp trong các kết quả nghiên cứu của thế giới để xem xét cụ thể nhằm tìm ra khung lý thuyết phân tích phù hợp cho trường hợp VN.

Tóm lại, các kết quả nghiên cứu không đồng nhất với các lý thuyết kinh điển, đặc biệt là các nghiên cứu tiến hành ở các nước có nền kinh tế mới nổi.

3. Phương pháp nghiên cứu

Dựa trên khung lý thuyết nêu trên cũng như để phù hợp với đặc thù về thông tin và kinh tế VN, 6 nhân tố vĩ mô sau đây được chọn để xem xét tương quan với thị trường chứng khoán: Cung tiền, Lạm phát, Hoạt động kinh tế thực, Lãi suất, Tỉ giá hối đoái, Giá dầu.

Dữ liệu thể hiện tình hình của TTCK là chỉ số VN-Index theo tháng trong giai đoạn từ tháng 7/2000 đến tháng 9/ 2011 (135 quan sát). Chỉ số VN-Index theo tháng được tính là trung bình của chỉ số VN-Index đóng cửa cuối mỗi ngày giao dịch trong tháng, để phản ánh xác thực và giảm sự sai lệch so với việc lấy chỉ số đầu



tháng hoặc cuối tháng.

Theo lý thuyết, tăng trưởng GDP là biến đại diện tốt hơn cho các hoạt động kinh tế thực, tuy nhiên do hạn chế không thu thập được số liệu tăng trưởng GDP theo tháng của VN nên chỉ số sản lượng công nghiệp được chọn để thay thế.

Dữ liệu được thu thập theo tháng từ các nguồn sau: Hệ thống cơ sở dữ liệu các chỉ tiêu tài chính của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IFS-IMF); Tổng cục Thống kê VN (GSO); Ngân hàng Nhà nước VN; Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Bài nghiên cứu áp dụng kiểm định đồng tích hợp theo phương pháp kiểm định nghiệm đơn vị phân dư Engle Granger để xác định liệu các biến số kinh tế vĩ mô được lựa chọn có mối tương quan với thị trường chứng khoán tại VN hay không. Ngoài ra, để tránh hiện tượng hồi quy giả, kiểm định nghiệm đơn vị cũng được sử dụng để xem xét tính dừng của các biến số. Sau khi kiểm định, bài nghiên cứu dùng phương trình ước lượng hồi quy bội để phản ánh mối tương quan

Bảng tóm tắt các biến trong mô hình

STT	Tên biến	Nội dung	Đơn vị đo lường
1	VNI	Chỉ số giá chứng khoán, thể hiện cho TTCK	điểm
2	M2	Cung tiền M2, thể hiện cho nhân tố cung tiền	Tỉ đồng
3	CPI	Chỉ số giá tiêu dùng theo tháng, thể hiện cho nhân tố lạm phát	%
4	IP	Sản lượng công nghiệp, thể hiện cho hoạt động kinh tế thực	Tỉ đồng
5	R	Lãi suất cho vay ngắn hạn, thể hiện cho nhân tố lãi suất	%
6	EX	Tỉ giá VND/USD theo IMF, thể hiện cho nhân tố tỉ giá hối đoái	VND/USD
7	OP	trung bình giá dầu thô FOB giao ngay mỗi ngày trên thế giới, được dùng để thể hiện nhân tố giá dầu.	USD/barrel

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2	0,000226	0,000107	2,120785	0,0359
CPI	495,1581	1454,838	0,340353	0,7341
IP	0,009985	0,003137	3,183326	0,0018
R	-35,20545	9,533841	-3,692682	0,0003
EX	-0,166722	0,035176	-4,739677	0,0000
OP	4,423258	1,391436	3,178916	0,0019
C	2662,640	499,1871	5,333952	0,0000

R-squared	0,550651	Mean dependent var	399,1613
Adjusted R-squared	0,529587	S,D, dependent var	242,6059
S.E. of regression	166,3952	Akaike info criterion	13,11707
Sum squared resid	3543981,	Schwarz criterion	13,26771
Log likelihood	-878,4020	Hannan-Quinn criter,	13,17828
F-statistic	26,14273	Durbin-Watson stat	0,222942
Prob(F-statistic)	0,000000		

giữa các biến, và cũng thực hiện hậu kiểm định nhằm nâng cao mức xác thực của phương trình hồi quy như kiểm định Wald (kiểm định ràng buộc tuyến tính), kiểm định Durbin-Watson (kiểm định hiện tượng tự tương quan).

Mục đích của nghiên cứu là xác định tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến TTCK VN, vì vậy mô hình nghiên cứu có dạng :

$$VNI_t = \alpha_1 + \alpha_2 M2_t + \alpha_3 CPI_t +$$

$$\alpha_4 IP_t + \alpha_5 R_t + \alpha_6 EX_t + \alpha_7 OP_t + u_t$$

Các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán thực hiện đầu tư thường dựa vào các dự báo, tức là VNI_t chịu tác động của các biến CPI và M2 có độ trễ (t-k). Tuy nhiên, tại VN do tình trạng cập nhật thông tin chưa tốt nên thông tin được công bố đã bao hàm độ trễ, tức là số liệu CPI và M2 được công bố là dựa trên việc thay đổi giá cả hàng hóa và cung tiền đã xảy ra. Vì vậy, chúng tôi

không xét hai biến số này với độ trễ.

4. Kết quả và thảo luận

Các biến CPI, R, OP có tính dừng. Các biến VNI, M2, IP, EX là không dừng I(0) và là dừng I(1). Do đó, phương trình hồi quy là thực, các biến có quan hệ đồng tích hợp.

$$VNI_t = 2662,640 + 0,000226M2_t + 495,1581CPI_t + 0,009985IP_t - 35,20545R_t - 0,166722EX_t + 4,423258OP_t + u_t$$

R^2 điều chỉnh = 52,96% nghĩa là sự thay đổi của các biến kinh tế vĩ mô giải thích được 52,96% sự biến động của TTCK.

Mô hình hồi quy có p-value < 0,01: ước lượng hồi quy đạt ý nghĩa thống kê với độ tin cậy 99%.

Hiện tượng đa cộng tuyến không đáng kể và để bảo đảm tính hiệu quả (efficiency) và tính bền vững (consistency) của mô hình hồi quy, không loại bỏ biến số nào của mô hình.

Kiểm định nghiệm đơn vị phần dư cho kết quả phần dư là một chuỗi dừng. Điều này khẳng định các biến trong hai mô hình là đồng tích hợp, tức là có tồn tại quan hệ cân bằng trong dài hạn giữa các biến kinh tế vĩ mô này với thị trường chứng khoán.

Kiểm định Wald để kiểm định ràng buộc tuyến tính các hệ số trong mô hình, xem các hệ số hồi quy có ý nghĩa không. Kết quả: p-value < mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$, nên ta bác bỏ giả thiết H_0 , tức là các hệ số hồi quy không đồng thời bằng 0, mô hình hồi quy là có ý nghĩa.

Tóm lại, kết quả của mô hình hồi quy cho thấy: Khi các nhân

tổ khác không đổi, tại VN :

- Cung tiền tương quan dương với TTCK (+): Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu trước đây về mối tương quan giữa cung tiền và TTCK. Cung tiền tăng là điều kiện tạo ra dư thừa tổng phương tiện thanh toán. Đây cũng chính là điều kiện để dòng tiền chảy vào TTCK, làm tăng chỉ số giá chứng khoán.

- Lãi suất tương quan âm với TTCK (-). Lãi suất cho vay tại VN thường tăng khi xảy ra lạm phát do chính phủ thắt chặt tín dụng nhằm kiểm soát lạm phát. Có thể thấy lãi suất tăng cũng là một tín hiệu cho biết lạm phát đang có chiều hướng gia tăng. Tín hiệu này là dễ nhận biết. Ngoài ra, hiện tượng tâm lý đầu tư theo bầy đàn và tâm lý chi phối hành vi của nhà đầu tư trên TTCK khá mạnh mẽ càng khiến cho chỉ số giá chứng khoán sụt giảm khi có các tín hiệu về bất ổn kinh tế vĩ mô như lãi suất tăng. Do đó, trong điều kiện các nhân tố khác không đổi, khi lãi suất cho vay tăng 1% thì chỉ số VN-Index giảm 35,205 điểm. Kết luận này tương đồng với các nghiên cứu trước.

- Lạm phát tương quan dương với TTCK. Kết quả này tương đồng với kết quả tìm thấy ở thị trường Malaysia (Mohamed & cộng sự, 2009) nhưng lại ngược với những lý thuyết kinh điển. Tuy nhiên biến CPI trong mô hình có ý nghĩa thống kê thấp, không phản ánh chính xác tác động thực sự của nhân tố lạm phát đến TTCK. Một trong những nguyên nhân là do cách tính chỉ số CPI của VN mang tính đặc thù dẫn đến biểu hiện bất thường của CPI. Hướng nghiên cứu tiếp theo của chúng tôi là sẽ tìm một biến

công cụ cho nhân tố lạm phát.

- Sản lượng công nghiệp tương quan dương với TTCK (+) : Khi sản lượng công nghiệp tăng 1.000 tỉ đồng/ tháng thì chỉ số VN-Index tăng 9,985 điểm. Kết quả này tương tự những nghiên cứu trước và phù hợp với thực tế VN. Khi sản lượng công nghiệp tăng, nền kinh tế tăng trưởng, triển vọng đầu tư khả quan, các doanh nghiệp có nhiều khả năng kinh doanh sinh lợi cao, do đó thu hút dòng vốn đầu tư vào TTCK. Khi nền kinh tế tăng trưởng, nhu cầu huy động vốn qua kênh TTCK của các doanh nghiệp cũng gia tăng nhằm đáp ứng nhu cầu mở rộng hoạt động, lượng hàng hóa chứng khoán trên thị trường cũng hấp dẫn hơn, vì thế, TTCK sẽ tăng trưởng khi nền kinh tế tăng trưởng.

- Tỷ giá hối đoái có tương quan âm với TTCK (-) : khi tỷ giá tăng (VND mất giá) 100 đồng/USD thì chỉ số VN-Index sụt giảm 16,672 điểm. VN thường xuyên là một quốc gia nhập siêu, kỹ thuật khoa học cũng chưa thực sự phát triển nên chủ yếu phải nhập máy móc, nguyên vật liệu, ... từ nước ngoài. USD là một ngoại tệ có giá trị mạnh so với VND, giá cả nhiều sản phẩm căn cứ trên USD để định giá, doanh nghiệp ưa chuộng loại hình vay bằng USD, người dân có tâm lý nắm giữ USD như là hình thức trú ẩn tránh rủi ro. Những điều trên đã dẫn đến khi tỷ giá tăng, VND mất giá đã tạo ra tâm lý bất an cho nhà đầu tư. Có thể xem đó cũng là một tín hiệu rằng nền kinh tế vĩ mô sẽ đến, do đó, TTCK sẽ sụt giảm.

- Giá dầu thế giới có tương quan dương với TTCK: Khi giá

dầu tăng 1 USD/barrel thì chỉ số VN-Index tăng 4,423 điểm. Theo lý thuyết, mối tương quan giữa giá dầu với TTCK có thể là dương hoặc âm, sẽ có mối tương quan thuận (+) giữa giá dầu với giá chứng khoán trong các nước xuất khẩu dầu mỏ nhưng lại có mối tương quan nghịch (-) đối với những nước nhập khẩu dầu mỏ. VN không phải là một quốc gia xuất khẩu dầu mỏ mà lại thể hiện tương quan dương giữa giá dầu với TTCK là vì thực chất biến động giá xăng dầu khi thể hiện ra trên thị trường VN chịu nhiều sự can thiệp từ phía Nhà nước, nên tín hiệu phát ra từ nhân tố này đã bị bóp méo.

5. Gợi ý chính sách

Trên cơ sở kết quả phân tích ở trên và bài học kinh nghiệm rút ra từ các lý thuyết và nghiên cứu trên thế giới, bài nghiên cứu đề xuất một số ý kiến cho việc xây dựng và hoàn thiện các chính sách điều hành và quản lý kinh tế vĩ mô:

5.1. Chính sách kinh tế vĩ mô cần hướng đến tạo sự ổn định, bền vững cho thị trường chứng khoán.

Thị trường chứng khoán là hân thủ biểu của nền kinh tế, tức là nó phản ánh những gì được kỳ vọng sẽ xảy ra trong nền kinh tế. Kết quả phân tích hồi quy đã cho thấy các nhân tố kinh tế vĩ mô thực sự có tác động đến thị trường chứng khoán. Do đó, việc ban hành và quản lý các chính sách kinh tế vĩ mô của Chính phủ không chỉ hướng đến việc điều hành nền kinh tế mà còn cần phải quan tâm đến sự phát triển bền vững cho thị trường chứng khoán. Trong quá trình nghiên cứu đề xuất và sửa đổi các chính



sách kinh tế vĩ mô nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng, cần nghiên cứu hành vi của các chủ thể kinh tế có thể ảnh hưởng đến việc ra các quyết định kinh tế cũng như giá cả thị trường ra sao, đó chính là việc ứng dụng của tài chính học hành vi trong quản lý bởi vì trên thực tế các nhà đầu tư không phải luôn luôn hành động theo lý trí. Thực tế nếu thị trường hội đủ 3 yếu tố: hành vi bất hợp lý của nhà đầu tư, hiệu ứng bất hợp lý mang tính hệ thống, và giới hạn kinh doanh chênh lệch giá, thì đó là lúc mà hiện tượng giá cổ phiếu sẽ bị định giá sai. Vì vậy ngoài những nền tảng pháp quy cơ bản để xây dựng các chính sách, các nhà hoạch định chính sách không nên xem nhẹ tác động mang tính hiệu ứng đám đông khi ban hành, điều chỉnh các chính sách nói chung và quản lý TTCK nói riêng.

5.2. Nâng cao tính hiệu quả của thông tin vĩ mô.

TTCK phản ứng rất mạnh

trước các thông tin. Trong thực tế, có những nhóm thông tin trùng khớp, có thông tin mang tính độ trễ nhưng cũng có những thông tin mang tính dự báo. Đối với các nhà hoạch định chính sách, khi đưa ra những chiến lược ngắn, trung và dài hạn thì thông tin từ các chiến lược này sẽ được các nhà đầu tư tiếp nhận, phân tích và đánh giá để đưa vào dự báo giá chứng khoán trên thị trường và xây dựng chiến lược đầu tư. Độ chính xác, minh bạch và kịp thời của thông tin sẽ có những tác động lên thị trường và hành vi của các nhà đầu tư. Do đó, việc công bố thông tin cần được thực hiện chuyên nghiệp và được kiểm soát bởi hành lang pháp lý để tránh tình trạng kinh doanh nội gián, lợi ích nhóm làm bóp méo và rối loạn thị trường.

5.3. Chính sách tiền tệ trong tương quan với TTCK.

Chính sách tiền tệ là quá trình quản lý cung tiền của Ngân hàng Nhà nước hướng tới một lãi suất

mong muốn để đạt được những mục đích ổn định và tăng trưởng kinh tế. Chính sách tiền tệ tại VN tất yếu phải lựa chọn mục tiêu hướng đến cụ thể, phù hợp với đặc thù phát triển của từng giai đoạn. Dù có lựa chọn mục tiêu nào thì chính sách tiền tệ cần có lộ trình cụ thể, tránh gây ra những cú sốc tâm lý cho nhà đầu tư, gây ảnh hưởng tiêu cực cho sự phát triển của thị trường chứng khoán. Sự suy giảm của TTCK - đến lượt nó - sẽ lại ảnh hưởng ngược đến dòng vốn vào nền kinh tế, góp phần gây khó khăn cho việc phát huy tác dụng của các chính sách. Hơn thế nữa, thị trường chứng khoán VN còn non trẻ nên chưa bền vững, dễ bị sụt giảm do tác động của chính sách thắt chặt tiền tệ. Vì vậy, Ngân hàng Nhà nước cần tránh những động thái bất ngờ trong điều hành chính sách. Chính sách cho vay theo lãi suất thỏa thuận cho những khoản vay trung dài hạn cũng là một giải pháp giúp



binh ổn thị trường lãi suất. Tuy nhiên, để thực hiện chính sách này, cần có sự đồng thuận của các ngân hàng trong toàn hệ thống và sự kiểm soát chặt chẽ của ngân hàng nhà nước. Việc có một số ngân hàng nhỏ không đủ tiềm lực tài chính nhưng vẫn huy động vốn bất chấp tính hiệu quả của vốn huy động và vốn cho vay đã làm lũng đoạn thị trường lãi suất. Ngân hàng Nhà nước nên là người tổ chức, giám sát để duy trì một thị trường lãi suất bình ổn bằng các quy định cụ thể và chế tài nghiêm ngặt để phòng ngừa rủi ro hệ thống.

Tỉ giá là một trong những biến số phức tạp và nhạy cảm nhất trong điều hành kinh tế vĩ mô hiện nay. Mỗi sự biến động của nó tác động đến hàng loạt các mục tiêu đối kháng nhau: tăng tỉ giá để khuyến khích xuất khẩu thì có thể ảnh hưởng xấu đến doanh nghiệp trong nước có nguyên liệu đầu vào là hàng nhập khẩu, tăng rủi ro cho các doanh nghiệp có nợ vay bằng ngoại tệ, gánh nặng nợ nần của Chính Phủ, thu hút vốn đầu tư... Điều hành tỉ giá thực sự là một nhiệm vụ rất phức tạp. Vì vậy bất cứ sự thay

đổi nào trong giá trị tiền đồng đều phải đặt trong mối quan hệ với các biến số vĩ mô khác của nền kinh tế để đảm bảo rằng sự điều chỉnh tỉ giá là phù hợp, đáp ứng được sự cân bằng tổng thể của nền kinh tế chứ không riêng mục tiêu hỗ trợ xuất khẩu. Việc can thiệp, điều hành, kiểm soát chặt chẽ tỉ giá giữa USD và VND của Ngân hàng Nhà nước xuất phát từ thói quen sử dụng đồng USD trong giao thương của người VN. Trong suốt một thời gian dài, tỉ giá USD/VND dao động với biên độ rất thấp nên tâm lý nhà đầu tư rất nhạy cảm trước những thông tin bất ngờ về nới rộng hay thu hẹp biên độ. Trong điều kiện kinh tế hiện nay, tỉ giá vẫn nên được kiểm soát bởi Chính phủ theo hướng ổn định để tạo một môi trường bình ổn cho các doanh nghiệp. Ngoài ra, Ngân hàng Nhà nước cũng nên cho thực hiện thanh toán quốc tế bằng các ngoại tệ khác, thay thế đồng USD để giảm áp lực cung tiền lên ngoại tệ này. Đồng thời, cho các doanh nghiệp thực hiện các nhóm công cụ phái sinh như hợp đồng kỳ hạn, quyền chọn để vấn đề cung cầu ngoại tệ không

gây trở ngại cho hoạt động sản xuất kinh doanh và theo đó, chứng khoán các công ty này tăng trưởng ổn định hơn.

5.4. Gia tăng nội lực cho nền kinh tế.

Những chính sách tiền tệ linh hoạt và phù hợp cho sự phát triển của thị trường chứng khoán như đã trình bày ở trên sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp mở rộng hoạt động, gia tăng lợi nhuận, nhờ đó hàng hóa chứng khoán trên thị trường sẽ được gia tăng cả về số lượng lẫn chất lượng, tạo điều kiện để phát triển thị trường chứng khoán. Doanh nghiệp hoạt động tốt sẽ gia tăng nội lực cho nền kinh tế, tạo cơ sở để gia tăng dự trữ quốc gia, có như vậy thì VN mới có thể thực hiện các chính sách tiền tệ cũng như chính sách quản lý điều hành đất nước khác một cách có hiệu quả.

5.5. Hướng đến một thị trường chứng khoán hiệu quả về thông tin.

Bên cạnh việc quan tâm đến các nhân tố và chính sách kinh tế vĩ mô nhằm phát triển thị trường hàng hóa thì bản thân thị trường chứng khoán VN cũng cần hướng đến tính hiệu quả về mặt thông tin. Có như vậy thì giá cả chứng khoán mới phản ánh đúng và kịp thời khi có những tin tức về thay đổi chính sách kinh tế vĩ mô. Điều này thể hiện đa chiều của mối tương quan: chính sách kinh tế vĩ mô của Chính phủ cần quan tâm để thị trường chứng khoán phát triển, TTCK phải ở dạng hiệu quả thì mới có thể phản ánh những kỳ vọng từ chính sách đem lại, khi chính sách được thể hiện kết quả đúng mức qua TTCK thì nội lực nền kinh tế gia

tăng lại tạo điều kiện cho chính sách càng thể hiện kết quả điều hành tốt hơn. Thị trường chứng khoán phát triển bền vững đến lượt nó lại phát tín hiệu đến nhà đầu tư trong và ngoài nước về sự phát triển của nền kinh tế, thu hút dòng vốn vào thị trường, lại tiếp tục tạo điều kiện cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế phát triển hơn. Tóm lại, trong mỗi tương quan qua lại nhiều lần này, nền kinh tế VN sẽ được tiếp thêm cơ sở để ngày càng tăng trưởng ổn định.

Đề nâng cao hiệu quả về mặt thông tin cho thị trường chứng khoán, những giải pháp sau được đề xuất: Cải thiện tính minh bạch của thông tin được công bố, tiến tới dỡ bỏ biên độ giao dịch tại các sàn giao dịch chứng khoán, tạo điều kiện cho giá chứng khoán phản ứng nhanh chóng với thông tin công bố, nâng cao vai trò của cơ quan giám sát thị trường chứng khoán, nâng cao tính thực thi của hệ thống luật pháp liên quan đến hoạt động đầu tư chứng khoán, nâng cao chất lượng hệ thống cơ sở hạ tầng, rút ngắn thời gian thanh toán phù hợp với thông lệ quốc tế, kiểm soát chặt tiêu chuẩn niêm yết nhằm tăng tính an toàn cho nhà đầu tư.

Điều quan trọng nhất là các giải pháp trên cần phải được thực hiện kết hợp một cách hài hòa nhằm phát huy tối đa tác dụng trên TTCK ●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Bailey, W. & Y.P. Chung (1995), "Exchange rate fluctuations, political risk, & stock returns: Some evidence from an emerging market", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 30: 541-562.
- Chen, N., R. Roll. & S. Ross (1986), "Economic forces & the stock market", *Journal of Business*, Vol.59 No.3, pp.383-403.
- Domian, D.L. & D.A. Louton (1997), "A threshold autoregressive analysis of stock returns & real economic activity", *International Review Economic Finance*, 6(2):167-171.
- Fama, E.F. & Schwert, G. (1977), "Asset Returns & Inflation," *Journal of Financial Economics*, 5: 115-146.
- Fama, E.F. & K.French (1990), "Business conditions & expected returns on stocks & bonds", *Journal of Financial Economics*, 25: 23-49.
- Fama, E.F. (1981), "Stock returns, real activity, inflation & money", *American Economic Review*, Vol.71, pp.545-564
- Fama, E.F. (1991), "Efficient capital markets: II", *Journal of Finance* 46, 1575-1618.
- Ferson, W.E. & Harvey, C.R. (1994), "Sources of risk & expected returns in global equity markets", *Journal of Banking & Finance*, Issue 8, pp 775-803.
- Fisher, S. & R.C. Merton (1984), "Macroeconomics & finance: The role of the stock market".
- Geske, R. & R.Roll (1983), "The fiscal & monetary linkage between stock returns & inflation", *Journal of Finance* 38, 1-32.
- Harvey, C.R. (1995a), "The risk exposure of emerging equity markets", *World Bank Economic Review* 9, 19-50.
- Humpe, A. & P. Macmillan, *Can macroeconomic variables explain long term stock market movements? A comparison of the US & Japan*, CDMA Working Paper No.07
- Ibrahim, M & Yusoff (2001), "The relationship between stock returns & inflation: evidence from Malaysia, Indonesia", *Capital Market Review*, 9;129-154.
- Jaffe, J.F. & G. M&elker (1976), "The "Fisher Effect" for risky assets: An empirical investigation", *Journal of Finance* 31, 447-458.
- Kwon, C.S., T.S.Shin & Bacon, F.W (1997), "The effect of macroeconomic variables on stock market returns in developing markets", *Mutational Business Review*, Fall, 5, 2, 63-70.
- Kwon, C.S. & T.S.Shin (1999), "Co-integration & causality between macroeconomic variables & stock returns", *Global Finance Journal*, 10(1), 71-81.
- Maysami et al. (2004), "Relationship between macroeconomic variables & stock market indices: Cointegration evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S sector indices", *Journal of Pengurusan*, 24, 47-77.
- Merton, R.C. (1973), "An intertemporal capital asset pricing model", *Econometrica*, 41, 867-887.
- Mohamed et al (2009), "Effects of macroeconomic variables on stock prices in Malaysia: an approach of error correction model".
- Mukherjee, T.K. & Naka, A. (1995), "Dynamic relations between macroeconomic variables & the Japanese stock market: an application of a vector error correction model", *Journal of Financial Research*, 18,2, 223-237.
- Nelson, C. (1976). "Inflation & Rates of Return on Common Stocks," *Journal of Finance*, 31: 471-483.
- Pearce, D.K. & V.V. Roley (1983), "The reaction of stock prices to unanticipated changes in money: a note", *Journal of Finance*, :1323-1333
- Rahman, A.A. et al (2009), "Macroeconomic determinants of Malaysia stock market", *African Journal of Business Management* Vol.3:95-106.
- Ross, S.A (1976), "The arbitrage pricing theory of capital assets pricing", *Journal of Economic Theory*, Vol.13, pp.341-360.
- Rozeff, M.S. (1974), "Money & stock prices", *Journal of Economics*, Sept. 245-302.
- Schwert, W.G. (1990), "Stock returns & real activity: a century of evidence, *Journal of Finance*, 45: 1237-1257.
- Yin-Wong, C. & K.S. Lai (1998), *Macroeconomics determinants of long-term stock market comovements among major EMS countries*, Working Paper, June, University of California Santa Cruz.