

PHÂN TÍCH ẢNH HƯỞNG CỦA CÁC NHÂN TỐ KINH TẾ VĨ MÔ ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

AN ANALYSIS OF THE IMPACT OF MACROECONOMIC FACTORS ON VIETNAM STOCK MARKET

Trần Thị Bích Ngọc, Nguyễn Tuyết Trinh

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Huế; tbngoc@hce.edu.vn

Tóm tắt - Bài nghiên cứu phân tích ảnh hưởng của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam trong dài hạn và sự điều chỉnh trong ngắn hạn bằng cách sử dụng kiểm định Engle - Granger và mô hình hiệu chỉnh sai số ECM với số liệu tháng trong giai đoạn từ tháng 1/2009 - 7/2013. Kết quả cho thấy chỉ số giá tiêu dùng, cung tiền và giá dầu thô tác động đến thị trường chứng khoán Việt Nam trong dài hạn. Trong ngắn hạn, giá dầu thô và lãi suất có ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu cũng sử dụng thêm kiểm định nhân quả Granger để xem xét tác động qua lại của thị trường chứng khoán và các nhân tố vĩ mô. Kết quả nhận được khẳng định lần nữa tác động của các nhân tố vĩ mô kể trên đến thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ khóa - nhân tố kinh tế vĩ mô; thị trường chứng khoán Việt Nam; kiểm định Engle - Granger; mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM); kiểm định nhân quả Granger.

1. Đặt vấn đề

TTCK đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển kinh tế của một quốc gia. Giá cả chứng khoán phản ứng với các tin tức sự kiện xảy ra. Đây cũng là một đại lượng ngẫu nhiên, không thể ước lượng được một cách chắc chắn. Vì vậy, các nhân tố ảnh hưởng đến giá cả chứng khoán nói riêng và TTCK nói chung luôn là vấn đề được các nhà nghiên cứu quan tâm tìm hiểu qua nhiều thế kỷ.

Năm 1970, Fama với "Lý thuyết thị trường hiệu quả" hay "Giả thuyết thị trường hiệu quả" (Efficient Market Hypothesis - EMH) đã đặt ra cơ sở lý thuyết quan trọng. 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 gây ảnh hưởng đến TTCK. Tuy nhiên, TTCK là một bộ phận cấu thành trong thị trường tài chính nên bị chi phối trực tiếp từ sự phát triển lành mạnh hay rủi ro có thể xảy ra trên thị trường tài chính. Vì vậy, lý thuyết thị trường hiệu quả rất khó đạt được.

Nhìn chung, tại các quốc gia phát triển, sự tác động của các nhân tố vĩ mô đến TTCK được thể hiện rất rõ ràng. Tuy nhiên, ở TTCK Việt Nam, vì là thị trường mới nổi, mối quan hệ này không rõ ràng và cần phải được kiểm định bằng số liệu thực tế. Việc tập trung phân tích mối quan hệ giữa các nhân tố vĩ mô như chỉ số giá tiêu dùng, cung tiền, lạm phát, tỷ giá, ... với giá chứng khoán trên thị trường Việt Nam sẽ đem lại nhiều ý nghĩa cho cả nhà đầu tư và chính phủ.

Nghiên cứu này nhằm kiểm chứng lại vấn đề nghiên cứu đã được đặt ra trong các nghiên cứu trước đây thông qua thay đổi phương pháp nghiên cứu theo hướng dùng kiểm định *Granger* và sử dụng số liệu sau giai đoạn bong bóng thị trường chứng khoán 2009-2013. Trước hết, các tác giả trước thường sử dụng mô hình hồi quy OLS để nghiên cứu các mối quan hệ trong dài hạn. Trong khi đó,

Abstract - This paper aims to analyze long-term influences of macroeconomic factors on Vietnam stock market and their short-term adjustments by using the Engle - Granger co-integration test as well as the Error Correction Model (ECM) with monthly data in the period of January 2009-July 2013. The results show that consumer price index, money supply and oil price have an impact on stock market in the long run. In the short run, oil price and interest rate influence stock market. Besides, Granger Causality tests are also used to analyze the relationships between stock market and macroeconomic factors. The results obtained once again confirm the impact of above - mentioned macroeconomic factor on Vietnam stock market.

Key words - macroeconomic factors; Vietnam stock market; Engle - Granger cointegration test; Error Correction Model (ECM); Granger Causality Test.

việc sử dụng mô hình hiệu chỉnh sai số ECM (Error Correction Model) có nhiều ưu điểm trong việc ước lượng các hàm kinh tế dạng tuyến tính. Hơn nữa với một thị trường còn non trẻ và nhiều biến động như TTCK Việt Nam thì việc nghiên cứu mối quan hệ trong ngắn hạn tỏ ra có ý nghĩa thực tiễn hơn. Bên cạnh đó, việc lựa chọn các biến để đưa vào mô hình cũng được chúng tôi cân nhắc, rút kinh nghiệm. Trong hầu hết các đề tài trong nước khác, lãi suất liên ngân hàng và giá vàng quốc tế được lựa chọn để nghiên cứu. Trong khi tất cả chúng ta đều biết rằng, lãi suất liên ngân hàng chỉ mang tính tham khảo chứ không thể dựa vào đó để tính chi phí đầu tư. Đồng thời giá vàng của Việt Nam có sự can thiệp mạnh bởi Nhà nước, nên chưa có tính tương quan nhiều với giá vàng thế giới. Ở một khía cạnh khác, các nghiên cứu phần lớn chọn thời gian quan sát kéo dài từ năm 2005 (thời điểm bùng nổ của TTCK Việt Nam) đến thời điểm gần nhất mà nghiên cứu thực hiện để đưa ra một kết luận chung cho toàn giai đoạn và do đó đã bỏ qua một "bug" rất nghiêm trọng: khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008. TTCK giai đoạn này biến động mãnh liệt, không theo bất kỳ một quy luật nào, nên kết quả nghiên cứu có thể bị sai lệch. Kể từ năm 2009, TTCK trong nước có sự phục hồi với những dấu hiệu đáng mừng, chỉ số chứng khoán bắt đầu có sự hoàn thiện và bắt đầu trở về với những quy luật vốn có của nó. Vì vậy, để nâng cao tính hiệu quả, ý nghĩa thực tiễn của đề tài, nghiên cứu lựa chọn thời gian quan sát trong giai đoạn 1/2009-7/2013.

2. Cơ sở lý thuyết

Đã có khá nhiều nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới và Việt Nam phân tích mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán và các nhân tố vĩ mô được tiến hành và cho các kết quả khác nhau:

Kwon, Shin và Bacon (1997) sử dụng kiểm định nhân

quả Granger và mô hình vector hiệu chỉnh sai số (VECM) cho thấy TTCK Hàn Quốc nhạy cảm với nền kinh tế thực và hoạt động thương mại quốc tế hơn chỉ số cổ phiếu ở Mỹ và ở Nhật, được thể hiện qua các biến tỷ giá, cán cân thương mại, cung tiền và chỉ số sản lượng công nghiệp.

Muradoglu, Taskin, và Bigan (2000) nghiên cứu mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi của 19 thị trường mới nổi với tỷ giá, lãi suất, lạm phát và sản lượng công nghiệp.

Diacogiannis, Tsiritakis và Manolas (2001) đã tìm thấy mối quan hệ chặt chẽ giữa 13 trong 18 biến kinh tế vĩ mô được lựa chọn để nghiên cứu với tỷ suất sinh lợi của TTCK Hy Lạp.

Wongbangpo và Sharma (2002) đã dùng những kiểm định mối tương quan đưa ra kết luận tồn tại mối quan hệ giữa thị trường và các biến vĩ mô cho cả 5 TTCK nổi bật của ASEAN là Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore và Thái Lan.

Robert D. Gay (2008) tiến hành kiểm định ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô: tỷ giá hối đoái và giá dầu lên TTCK bằng cách sử dụng phương pháp Box-Jenkins - mô hình ARIMA cho 4 quốc gia Brazil, Nga, Ấn Độ và Trung Quốc. Dựa vào giá trị tham số của các biến độc lập và giá trị p tương ứng, cùng với tham số R² cho mỗi mô hình, kết quả phân tích cho thấy không có mối liên hệ rõ ràng nào.

Mohamed & cộng sự (2009) đã dựa trên mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM) để tìm kiếm mối liên hệ giữa các biến số kinh tế vĩ mô gồm lạm phát, cung tiền, tỉ giá và biến động chỉ số TTCK Malaysia cho giai đoạn trước khủng hoảng (dữ liệu từ 1987 đến 1995) và sau khủng hoảng (từ 1999 đến 2007).

Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2012) sử dụng mô hình hồi quy cho thấy rằng khi các nhân tố khác không đổi thì nhân tố cung tiền, lạm phát, giá dầu và sản lượng công nghiệp có tương quan dương, còn lãi suất, tỷ giá có tương quan âm với giá cổ phiếu trên TTCK Việt Nam.

Nguyễn Minh Kiều (2012) đã chứng minh rằng trong dài hạn và chỉ ra rằng lạm phát có mối quan hệ nghịch biến đến chỉ số giá cổ phiếu, lượng cung tiền và giá vàng trong nước có mối quan hệ cùng chiều với chỉ số giá cổ phiếu; trong khi đó tỷ giá hối đoái lại không có bất kỳ tác động nào đến chỉ số giá cổ phiếu VN-Index. Còn trong ngắn hạn, chỉ số giá cổ phiếu hiện tại có mối quan hệ cùng chiều với chỉ số giá cổ phiếu tháng trước và ngược chiều với tỷ giá hối đoái.

Nhìn chung, các nghiên cứu cho thấy 7 nhân tố vĩ mô có tác động mạnh đến hoạt động kinh tế của mỗi quốc gia nói chung và TTCK nói riêng, bao gồm:

- Chỉ số giá tiêu dùng: phản ánh lạm phát của nền kinh tế. Lạm phát tăng ảnh hưởng xấu đến nền kinh tế, trong khi TTCK được xem là nhiệt kế đo sức khỏe nền kinh tế. Vì vậy, chỉ số giá tiêu dùng và giá cổ phiếu thường có mối quan hệ nghịch chiều.

- Lãi suất: lãi suất và giá cổ phiếu thông thường có mối quan hệ ngược chiều. Lãi suất tăng làm tăng chi phí vay vốn của các doanh nghiệp (DN), hạn chế mở rộng quy mô sản xuất kinh doanh và qua đó làm giảm lợi nhuận, khiến

cổ phiếu của các DN trở nên kém hấp dẫn hơn. Ngược lại, lãi suất giảm có tác động tốt cho DN vì chi phí vay vốn xuống thấp, và giá cổ phiếu thường tăng lên.

- Tỷ giá hối đoái có thể tác động lên TTCK trên 2 khía cạnh khác nhau: - Tỷ giá tác động lên khả năng cạnh tranh của các công ty trong nền kinh tế, nhất là các DN xuất nhập khẩu. - Tỷ giá có thể ảnh hưởng lên tỷ suất sinh lợi của TTCK thông qua tác động của nó đối với sự chu chuyển dòng vốn đầu tư gián tiếp vào TTCK của các quốc gia. Vì vậy, chiều ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái đến TTCK phụ thuộc vào đặc điểm của từng nền kinh tế.

- Cung tiền M2: Quan hệ cơ bản giữa lượng cung tiền và TTCK là cùng chiều được thể hiện thông qua chính sách tiền tệ. Nếu lượng cung tiền tăng (chính sách tiền tệ 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 và ngược lại.

Giá dầu thô: Là một hàng hóa đầu vào quan trọng của các ngành sản xuất, việc tăng giá dầu sẽ có những ảnh hưởng nhất định tới việc tăng chi phí của các DN và nền kinh tế. Do đó, tác động của giá dầu thô tới TTCK là ngược chiều. Riêng đối với các quốc gia xuất khẩu dầu mỏ, giá dầu thô và chỉ số giá cổ phiếu thường thể hiện tương quan dương.

- Giá vàng: giá vàng trong lịch sử thường được xem là công cụ 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.

- Sản lượng công nghiệp: TTCK có mối quan hệ với sự thay đổi hoạt động công nghiệp trong dài hạn. Giá chứng khoán bao gồm giá trị của dòng tiền trong tương lai. Một nền kinh tế tăng trưởng sẽ làm tăng khả năng tạo ra dòng tiền của các công ty trong nền kinh tế từ đó làm tăng giá chứng khoán.

Từ đó, tương quan của các nhân tố kinh tế vĩ mô và TTCK Việt Nam mà đề tài kì vọng như sau:

$$\text{VNI} = \text{F}(\text{CPI}, \text{INT}, \text{EX}, \text{M2}, \text{OP}, \text{IG}, \text{IP}) \quad (1)$$

$$(-) \quad (-) \quad (+/-) \quad (+) \quad (+/-) \quad (-) \quad (+)$$

Trong đó: VNI, CPI, INT, EX, M2, OP, IG và IP lần lượt là biến chỉ số VN-Index, chỉ số giá tiêu dùng, tỷ giá USD/VND, cung tiền M2, giá dầu thế giới, chỉ số giá vàng và chỉ số sản lượng công nghiệp trong nước.

3. Mô hình nghiên cứu

Từ kinh nghiệm của các nghiên cứu trước, trong nghiên cứu này, tác giả lựa chọn tiếp cận phương pháp của Engle - Granger (1987) với việc kiểm tra đồng liên kết và ước lượng mô hình hiệu chỉnh sai số ECM (Error Correction Model) để kiểm tra ảnh hưởng của các biến kinh tế vĩ mô đến giá cổ phiếu trên TTCK Việt Nam trong ngắn hạn và dài hạn. ECM là mô hình động với đặc điểm là độ lệch của trạng thái hiện tại so với mối quan hệ dài hạn sẽ được đưa vào động lực ngắn hạn của nó. Mô hình ECM ước tính tốc độ mà tại đó biến phụ thuộc VN-Index trở lại trạng thái cân bằng sau khi xảy ra một sự thay đổi trong các biến độc lập khác. Bên cạnh đó, nghiên cứu mở rộng nghiên cứu tác động qua lại giữa các nhân tố với TTCK bằng cách

tiến hành kiểm định nhân quả hai biến Granger.

Cụ thể, nghiên cứu được tiến hành như sau:

- Kiểm định đồng liên kết

Gujarati (1999) cho rằng mặc dù các chuỗi thời gian không dừng, nhưng rất có thể vẫn tồn tại mối quan hệ cân bằng dài hạn giữa chúng, nếu các chuỗi thời gian đó đồng liên kết – nghĩa là các chuỗi biến phụ thuộc, biến độc lập có cùng bậc sai phân và phần dư từ mô hình hồi quy các chuỗi thời gian không dừng là một chuỗi dừng. Ảnh hưởng trong dài hạn của các nhân tố được kiểm định thông qua việc ước lượng mô hình (1) với chuỗi dữ liệu của các biến được chuyển sang dạng logarit tự nhiên của dữ liệu. Mục đích của việc chuyển hóa này nhằm giảm bớt độ phân tán cao, cũng như hạn chế một số quan sát có giá trị bất thường của dữ liệu gốc.

- Ước lượng mô hình ECM

$$DLVNI = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} DLVNI_{t-i} + \sum_{i=1}^k \beta_{2i} DLCPI_{t-i} + \sum_{i=1}^k \beta_{3i} DLM2_{t-i} + \dots + \sum_{i=1}^k \beta_{7i} DLIP_{t-i} + \alpha ECM_{t-1}$$

Trong đó: DLVNI, DLCPI, DLM2, DLIP... lần lượt là sai phân bậc nhất log của biến phụ thuộc VN-Index, chỉ số giá tiêu dùng, cung tiền M2 và các biến độc lập khác. ECM là cơ chế điều chỉnh sai số. Nếu tham số α của cơ chế tự điều chỉnh ECM mang giá trị âm và có ý nghĩa thống kê thì biến phụ thuộc VN-Index có cơ chế tự điều chỉnh quay về giá trị cân bằng dài hạn của nó, nếu nó bị lệch khỏi cân bằng dài hạn.

4. Số liệu

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu này là dữ liệu tháng của chỉ số VN-Index (đại diện cho chỉ số cổ phiếu của Việt Nam), chỉ số giá tiêu dùng, tỷ giá, cung tiền, giá dầu, giá vàng và sản lượng công nghiệp, được thu thập từ tháng 1/2009–7/2013. Các nguồn số liệu bao gồm: 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), Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

5. Kết quả nghiên cứu

5.1. Mô hình về mối quan hệ dài hạn

Kết quả kiểm định cho thấy chuỗi dữ liệu ban đầu là không dừng (hay có nghiệm đơn vị). Với mức ý nghĩa 5%,

Bảng 1. Phương trình mô tả ảnh hưởng của các biến kinh tế vĩ mô đến chỉ số giá cổ phiếu trong dài hạn

LVNI =	- 12,9345	-2,3863LCPI	- 0,1947LINT	+ 0,7951LM2	+ 0,7332LOP
		(0,747191)	(0,147101)	(0,430933)	(0,199102)
		[-3,193760]*	[-1,323715]	[1,845021]***	[3,682688]*
+ [AR(1)=0,7190]					

Giá trị ghi trong ngoặc tròn là sai số chuẩn và giá trị ghi trong ngoặc vuông là giá trị của thống kê t)

*mức ý nghĩa 1% - ***mức ý nghĩa 10%

Bảng 1 cho thấy trong dài hạn nếu các yếu tố khác không thay đổi, chỉ số giá cổ phiếu chịu tác động ngược chiều bởi nhân tố chỉ số giá tiêu dùng, biến động cùng chiều

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).

Mô hình hồi quy cho biết mối quan hệ dài hạn giữa các nhân tố vĩ mô và chỉ số giá cổ phiếu như sau:

$$LVNI_t = \beta_1 + \beta_2 LCPI_t + \beta_3 LINT_t + \beta_4 LEX_t + \beta_5 LM2_t + \beta_6 LOP_t + \beta_7 LIG_t + \beta_8 LIP_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Hồi quy mô hình cho kết quả R^2 lớn, nhưng hệ số t-statistic thấp, chứng tỏ tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến. Nếu R^2 cao hơn 0,7, kiểm định F trong hầu hết các trường hợp sẽ bác bỏ giả thiết các hệ số riêng phần đồng thời bằng 0, nhưng các kiểm định t riêng biệt sẽ cho thấy là không có hoặc rất ít các hệ số này khác không theo ý nghĩa thống kê. Cụ thể trong trường hợp này là các biến LIG, LIP có hệ số nhỏ nhưng p-value vẫn chấp nhận được, dẫn đến mô hình ít có ý nghĩa.

Áp dụng nguyên tắc ngón tay cái – Rule of Thumb của Klien, có thể rút ra kết luận về hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình (2):

- Biến tỷ giá (EX) tương quan mạnh với hầu hết các biến khác trong mô hình, R^2 của mô hình hồi quy EX theo các biến độc lập còn lại cao nhất nên biến EX bị loại ra khỏi mô hình ban đầu.

- Biến giá dầu thô (OP) và chỉ số giá vàng (IG), biến chỉ số sản xuất công nghiệp (IP) và cung tiền (M2) có tương quan chặt chẽ với nhau nên cần loại bỏ bớt biến để hạn chế hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình.

Lần lượt so sánh các giá trị R^2 của mô hình sau khi bỏ biến IG, OP, IP, M2 để quyết định loại bỏ một số biến ra khỏi mô hình hồi quy ban đầu, mô hình sau khi hiệu chỉnh nhận có dạng như sau:

$$LVNI_t = \beta_1 + \beta_2 LCPI_t + \beta_3 LINT_t + \beta_4 LM2_t + \beta_5 LOP_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

Kết quả hồi quy mô hình (3) cho thấy các nhân tố đều có ý nghĩa thống kê cao, ở mức 1%. Kết quả hồi quy cũng được cải thiện, hệ số giải thích R^2 tăng lên đạt 79.06%.

Kết quả kiểm định White đối với mô hình (3) cho thấy không có hiện tượng phương sai thay đổi. Tuy nhiên, kiểm định Breusch Godfrey Lagrange Multiplier lại cho kết quả tồn tại hiện tượng tự tương quan trong mô hình ở mức ý nghĩa 5%. Do đó, để khắc phục hiện tượng này, phương pháp Cochrane – Orcutt đã được sử dụng. Kết quả được trình bày ở Bảng 1. Kiểm định Engle – Granger cho thấy chuỗi dữ liệu phân dư dừng ở mức ý nghĩa 5%. Do đó, có thể khẳng định tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa các biến trong mô hình.

với 2 nhân tố: cung tiền và giá vàng trong nước. Riêng biến lãi suất cho vay của các NHTM không có tác động đến chỉ số giá cổ phiếu.

5.2. Mô hình hiệu chỉnh sai số

Bảng 2. Kết quả ước lượng mô hình trong ngắn hạn
Biên phụ thuộc: DLVNI; Tham số R^2 : 0,451165

Biến	Hệ số	Sai số chuẩn	Thông kê t	Xác suất
C	0,041793	0,024326	1,718001	0,0930
DLVNI(-1)	0,305175	0,128864	2,368192	0,0224
DLCPI	-2,495275	1,705314	-1,463235	0,1507
DLM2	0,131694	0,595608	0,221108	0,8261
DLOP	0,489510	0,164288	2,979582	0,0047
DLINT	-0,190932	0,194955	-0,979365	0,3329
DLCPI(-1)	-1,843088	1,449588	-1,271457	0,2104
DLM2(-1)	-0,147232	0,597372	-0,246465	0,8065
DLOP(-1)	-0,496291	0,193442	-2,565585	0,0139
DLINT(-1)	0,386996	0,176837	2,188436	0,0341
ECM(-1)	-0,646669	0,134220	-4,817983	0,0000

Dựa vào Lag Structure trong mô hình VAR với các tiêu chí AIC, SC, LR, FPE, HQ, độ trễ tối ưu cho mô hình hiệu chỉnh sai số được lựa chọn là 1.

Kết quả của mô hình ECM (Bảng 2) cho thấy mô hình với các nhân tố kinh tế vĩ mô được sử dụng có thể giải thích được 45,11% sự biến thiên của chỉ số giá cổ phiếu Việt Nam. Hệ số của biến thiên của chỉ số giá cổ phiếu với độ trễ là 1; biến thiên của giá dầu thế giới hiện tại và với độ trễ là 1; biến thiên của lãi suất tiền gửi với độ trễ là 1 đều có ý nghĩa ở mức 5%. Hệ số của phần dư ECM với độ trễ là 1 có giá trị âm và có ý nghĩa ở mức 5% chứng tỏ có sự điều chỉnh về trạng thái cân bằng dài hạn nếu trong ngắn hạn bị lệch khỏi cân bằng.

5.3. Kiểm định quan hệ nhân quả Granger

Độ trễ tối ưu của các biến LCPI, LINT, LEX, LM2, LOP, LIG, LIP được xác định trước khi thực hiện kiểm định nhân quả 2 biến với LVNI. Kết quả của kiểm định Granger cho thấy chỉ có 4 biến kinh tế vĩ mô trong số các biến nghiên cứu có tác động đến chỉ số VN-Index bao gồm: Chỉ số giá tiêu dùng, Lãi suất tiền gửi, Cung tiền và Giá dầu thế giới. Kết quả này khẳng định lại 4 biến kinh tế vĩ mô trên gây ra sự biến thiên của chỉ số giá cổ phiếu. Trong khi đó, ở chiều ngược lại, VN-Index không tác động đến bất kì biến vĩ mô nào được đề cập trong đề tài.

6. Phân tích kết quả

6.1. Sự ảnh hưởng của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán trong dài hạn

Như vậy, trong dài hạn, yếu tố chỉ số giá tiêu dùng, lượng cung tiền M2 và giá dầu thế giới có tác động đến TTCK. Lãi suất tiền gửi không có ảnh hưởng đến chỉ số giá cổ phiếu. Trong đó:

Chỉ số giá tiêu dùng tương quan âm với TTCK: Kết quả cho thấy thay đổi lạm phát (đại diện bởi biến chỉ số giá tiêu dùng) có mối tương quan ngược chiều với chỉ số giá cổ phiếu với mức ý nghĩa 1%, phù hợp với giả thuyết nghiên cứu và các lý thuyết kinh điển. Ngoài ra, hệ số nhạy cảm tương đối cao so với các biến khác trong mô hình. Kết quả này tương đồng với rất nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới và trong nước như nghiên cứu của *Chen – Roll – Ross (1986)*, *Wongbangpo và Sharma (2002)*, *Mohamed & cộng*

sự (2009), *Nguyễn Minh Kiều (2012)*.

Giá dầu thế giới tương quan dương với TTCK: Kết quả này mâu thuẫn với *Diacogiannis, Tsiritakis và Manolas (2001)* và *Robert D. Gay (2007)*, theo đó các tác giả này cho rằng không có mối liên hệ nào giữa chỉ số giá cổ phiếu và giá dầu thế giới. Tuy nhiên, xăng dầu là nguyên liệu đầu vào cho hầu hết các ngành công nghiệp, Việt Nam lại chưa chủ động được trong việc sản xuất và cung cấp xăng dầu nên giá xăng dầu Việt Nam còn phụ thuộc nhiều vào biến động giá dầu thô trên thế giới là điều hợp lý. Chính những điều này cho thấy, biến động giá xăng dầu thế giới sẽ ảnh hưởng đến TTCK.

Cung tiền tương quan dương với TTCK dù hệ số chỉ có ý nghĩa ở mức 8%: Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu trước đây về mối tương quan giữa cung tiền và TTCK (chẳng hạn nghiên cứu của *Muradoglu, Taskin, và Bigan, 2000*; *Maysami và Koh, 2000*). M2 gia tăng thể hiện sự nới lỏng về chính sách tiền tệ nên nguồn cung tiền trên thị trường cũng gia tăng. Cả doanh nghiệp và nhà đầu tư đều có nhiều cơ hội tiếp cận vốn, 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 cổ phiếu.

6.2. Sự ảnh hưởng của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán trong ngắn hạn:

Trong ngắn hạn, biến động chỉ số VN-Index chịu tác động cùng chiều bởi biến thiên của chính bản thân nó với độ trễ là 1. Theo kinh nghiệm từ các nghiên cứu khác, đặc tính của TTCK Việt Nam là thị trường hiệu quả dạng yếu. Bên cạnh đó, tâm lý bầy đàn của các nhà đầu tư, sự hành động ồ ạt theo tâm lý đám đông, cùng “dư âm” của các sự kiện lớn trên TTCK cũng làm chỉ số VN-Index hôm nay thường có xu hướng phản ánh chỉ số VN-Index trong quá khứ. Tuy nhiên với mức ý nghĩa tương đối thấp, có thể xem sự tác động này là không đáng kể.

Biến thiên của chỉ số giá cổ phiếu hiện tại có mối quan hệ ngược chiều với biến thiên giá dầu thế giới hiện tại ở mức ý nghĩa 1% và quan hệ cùng chiều với biến thiên giá dầu thế giới với độ trễ một tháng ở mức ý nghĩa 5%. Mối quan hệ này không đồng nhất có thể do giá xăng dầu ở Việt Nam vẫn đang chịu sự quản lý của Chính phủ nên giá dầu thế giới không tác động trực tiếp đến TTCK Việt Nam. Mặc dù Chính phủ đã cố gắng điều chỉnh giá xăng dầu trong nước cho phù hợp với biến động giá dầu thế giới cũng như tổng thể kinh tế vĩ mô chung trong nước, giá dầu Việt Nam vẫn chưa phản ánh đúng xu hướng của giá dầu của thế giới.

Biến thiên của chỉ số giá cổ phiếu VN-Index chịu tác động dương của biến thiên lãi suất tiền gửi của các ngân hàng thương mại với độ trễ 1 tháng. Điều này đi ngược với lý thuyết cổ điển cho rằng lãi suất luôn biến động ngược chiều với TTCK. Nguyên nhân có thể do những bất cập trong thực tế của thị trường tài chính – ngân hàng trong thời gian quan sát của nghiên cứu. Tình trạng đua nhau tăng lãi suất cho vay và lãi suất huy động trong năm 2008 và những biểu hiện của thị trường những tháng đầu năm 2010 là sự biểu hiện rõ nét của tình trạng cạnh tranh thiếu lành mạnh. Mặc dù Ngân hàng Nhà nước đã khuyến cáo các NHTM cần thực hiện theo thỏa thuận của Hiệp hội Ngân hàng là 10,5% và lạm phát mục tiêu của Chính phủ là 7% để đảm

bảo một mức lãi suất thực hợp lý cho người gửi tiền, nhưng phản ứng của các NHTM là vẫn đua nhau tăng mức lãi suất huy động cao chót vót đỉnh điểm có khi lên đến 18%. Việc lãi suất tăng nhanh và mạnh như vậy có thể dẫn đến những méo mó trong tín hiệu phát ra từ nhân tố này.

Hệ số ước lượng được của ECM trong hàm cầu tiền ngắn hạn có giá trị âm với mức ý nghĩa thống kê 1%. Hệ số này mang giá trị âm khẳng định lại mối quan hệ đồng tích hợp như đã tìm thấy ở các phần trước theo giả thuyết của Granger (1987). Ngoài ra, điều này cũng cho biết chỉ số giá cổ phiếu VN-Index được điều chỉnh theo một tỷ lệ với sự cân bằng của thời kỳ trước. Sự suy giảm trong chỉ số giá cổ phiếu của thời kỳ trước sẽ làm tăng chỉ số giá cổ phiếu ở thời kỳ này. Với hệ số ước lượng $ECM_{t-1} = -0.646669$, những cú sốc hoặc biến động ngắn hạn sẽ làm ảnh hưởng đến TTCK Việt Nam và mất khoảng gần 2 tháng để các điều chỉnh trong ngắn hạn đạt được điểm cân bằng trong dài hạn.

6.3. Thảo luận kết quả

Với kết quả từ kiểm định nhân quả 2 biến Granger giữa các biến kinh tế vĩ mô trong nền kinh tế với chỉ số VN-Index, có thể bước đầu nhận định TTCK Việt Nam chưa phản ánh được các biến số vĩ mô trong nền kinh tế và nó cũng không thể tác động lên các biến kinh tế vĩ mô. TTCK vẫn còn là “thị trường phản ánh thông tin” hơn là “thị trường dẫn dắt”.

Mặc dù đã có những bước phát triển tăng trưởng đáng kể trong vòng 14 năm kể từ khi ra đời (TTCK Việt Nam đã huy động được tổng nguồn vốn lên đến 700.000 tỷ đồng, đưa mức vốn hoá của toàn TTCK lên mức trên 30% GDP của nền kinh tế) nhưng chỉ số VN-Index vẫn chưa thể trở thành một phong vũ biểu thực sự của nền kinh tế. Những thay đổi của VN-Index vẫn chưa thể trở thành nguyên nhân dẫn đến những thay đổi trong các biến vĩ mô quan trọng của nền kinh tế như lãi suất, cung tiền, lạm phát, tỉ giá, sản lượng công nghiệp và vì thế khi căn cứ vào sự tăng giảm của VN-Index thì vẫn chưa thể rút ra những kết luận về nền kinh tế Việt Nam và ngược lại.

Hiện tại, chỉ số VN-Index vẫn còn thiếu các công ty hàng đầu trong các ngành kinh tế mũi nhọn, quan trọng của quốc gia để giúp cho sự thay đổi của VN-Index có thể tác động đến các yếu tố vĩ mô khác trong nền kinh tế. Các nhà hoạch định chính sách do vậy vẫn chưa thể dựa vào VN-Index như là phong vũ biểu của nền kinh tế để đưa ra các quyết sách cho nền kinh tế, và không thể dùng TTCK như một chỉ báo trong việc ra các chính sách bình ổn nền kinh tế. Bởi vì mối quan hệ nhân quả ngược lại từ giá chứng khoán đến các biến kinh tế vĩ mô không cho thấy bất kỳ mối quan hệ nào. Điều này càng khẳng định thị trường hoạt động rời rạc, lỏng lẻo với nền kinh tế thực. Về khía cạnh nền kinh tế, khi thị trường không hiệu quả về mặt thông tin, đặc biệt là đối với các biến kinh tế vĩ mô, rất khó cho các nhà làm chính sách nhận ra

được vai trò của chính sách tiền tệ. Đối với các nhà đầu tư, một khi có những yếu tố mập mờ, không rõ ràng trong thị trường sẽ tạo ra tâm lý bầy đàn, phi lý trí như phản ứng thái quá với các tin tức kinh tế, hành động theo một nhóm người hay lệch lạc do tình huống điển hình... làm cho thị trường đã không hiệu quả nay lại càng rối loạn hơn.

7. Kết luận

Kết quả của nghiên cứu này cho thấy mô hình ước lượng trong dài hạn đã khẳng định tác động của các biến kinh tế vĩ mô đến chỉ số giá cổ phiếu VN-Index. Mối tương quan giữa đa số các biến với TTCK có dấu phù hợp với các lý thuyết kinh tế và có nhiều tương đồng với những nghiên cứu của các tác giả khác.

Bên cạnh đó, mô hình hiệu chỉnh sai số ECM chỉ ra rằng: những cú sốc hoặc biến động ngắn hạn sẽ làm ảnh hưởng đến TTCK Việt Nam và mất khoảng gần 2 tháng để các điều chỉnh trong ngắn hạn đạt được điểm cân bằng trong dài hạn.

Cuối cùng, kiểm định nhân quả 2 biến Granger giữa từng biến kinh tế vĩ mô với biến chỉ số giá cổ phiếu VN-Index khẳng định lại tác động của các nhân tố vĩ mô đến TTCK. Ở chiều ngược lại, VN-Index không tác động đến bất cứ biến vĩ mô nghiên cứu nói trên. Điều này khá hợp lý đối với TTCK còn non trẻ và quy mô nhỏ như TTCK Việt Nam.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Nguyễn Minh Kiều và cộng sự, “Các yếu tố kinh tế vĩ mô và biến động thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Tài chính số 11 và 12*, 2013.
- [2] Phan Thị Bích Nguyệt & Phạm Dương Phương Thảo, *Phân tích tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến Thị trường Chứng khoán Việt Nam*, Đại học Kinh tế TP. HCM, 2012.
- [3] Nguyễn Văn Tiên, *Giáo trình Tài chính – Tiền tệ - Ngân hàng*, Học viện Ngân hàng.
- [4] Diacogiannis, G. P., Tsiritakis, E. D., & Manolas, G. A., Macroeconomic factors and stock returns in a changing economic framework: The case of the Athens stock exchange. *Managerial Finance*, 27, 6, 23-41, 2001.
- [5] Eugene F. Brigham và Joel F. Houston, *Giáo trình Quản trị Tài chính*, Đại học Florida. Đại học Quốc gia TP Hồ Chí Minh biên dịch.
- [6] Kwon, C. S.; Shin, T. S. and Bacon, F. W., The effect of macroeconomic variables on stock market returns in developing markets. *Multinational Business Review*; 5(2): 63-70, 1997.
- [7] Muradoglu G., F. Taskin, I. Bigan. Causality between stock returns and macroeconomic variables in emerging markets, *Russian & East European Finance and Trade*, – v36, – pp. 33-53, 2000.
- [8] Robert, D.G., Effect of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns for four Emerging Economies: Brazil, Russia, India and China, *International Business & Economics Research Journal* 7:3, 1-8, 2008.
- [9] Mohamed và cộng sự, “Effects of macroeconomic variables on stock prices in Malaysia: an approach of error correction model”, *University Library of Munich, Germany, MPRA Paper*, 2009.
- [10] Wongbangpo, P. & Sharma, C.S., Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamic Interactions: ASEAN-5 Countries, *Journal of Asian Economics*, 13, 27-51, 2002.

(BBT nhận bài: 14/08/2014, phân biện xong: 29/12/2014)