

ĐO LƯỜNG TÁC ĐỘNG CỦA LÃI SUẤT ĐẾN GIÁ CHỨNG KHOÁN NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH THEO KỸ THUẬT PHÂN TÍCH PHƯƠNG SAI

MEASURING THE IMPACT OF INTEREST ON THE PRICE OF SECURITIES LISTED IN HOCHIMINH STOCK EXCHANGES BY ANALYSIS OF VARIANCE

Phạm Quang Tín, Nguyễn Trần Thuần

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng; Email: quangtindn@gmail.com, tranthuannnguyen@gmail.com

Tóm tắt - Trong những năm qua, Ngân hàng nhà nước Việt Nam đã sử dụng công cụ lãi suất để điều hành thị trường tiền tệ. Tùy vào điều kiện cụ thể của nền kinh tế tại thời gian đoạn mà Ngân hàng nhà nước ban hành chính sách lãi suất. Việc ban hành thay đổi lãi suất tác động đến nhiều mặt của nền kinh tế, trong đó có thị trường chứng khoán. Điều này được các chuyên gia tài chính nhìn nhận và giải thích. Tuy nhiên việc giải thích mối liên hệ giữa lãi suất và thị trường chứng khoán của các chuyên gia chỉ dừng lại ở mức độ định tính. Vì vậy, bài viết này sử dụng kỹ thuật phân tích phương sai để đo lường về mặt định lượng tác động của lãi suất đến giá chứng khoán – một trong chỉ tiêu phải ảnh hưởng sự thay đổi của thị trường chứng khoán.

Từ khóa - Ngân hàng nhà nước; lãi suất; giá chứng khoán; thị trường chứng khoán; phân tích phương sai.

Abstract - In the recent years, the State Bank of Vietnam has used the tools of interest rates to manage the currency market. Depending on the specific conditions of the economy in different time periods that the State Bank has varied its interest-rate policy. The enactment of changes in interest rates have impact on many aspects of the economy, including the stock market. Although the impact has been analysed and interpreted by financial expert, the interpretations are mainly qualitative. So in this article we use analysis of variance as the technique to measure quantitatively the impact of interest rates on price of securities - one indicator of stock market changes.

Key words - State Bank; Interest rates; Stock price; Stock market; Analysis of variance.

1. Đặt vấn đề

Trong giai đoạn cuối năm 2013 - đầu năm 2014, giá chứng khoán niêm yết ở thị trường Việt Nam đã có những bước tăng khá mạnh. Tính đến phiên giao dịch ngày 28/02/2014, Chỉ số giá bình quân của các chứng khoán niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (VN Index) là 591,36 điểm. Đây là mức giá rất cao, gần bằng với mức giá những phiên giao dịch vào cuối tháng 10/2009 – VN Index ở 600 điểm (mức giá cao nhất) trong suốt giai đoạn 2008-2014. Nếu so với thời điểm cuối tháng 8/2013, Chứng khoán niêm yết tăng cả về giá và quy mô giao dịch qua các phiên. VN Index thời điểm ngày 29/08/2013 là 468,55 điểm, thì chỉ trong 5 tháng mức giá bình quân chung của chứng khoán niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE- Hochiminh Stock Exchange) đã tăng 26,21% tương ứng tăng 122,81 điểm. Xét về quy mô giao dịch cũng tăng rất mạnh, khối lượng giao dịch tăng mỗi phiên tăng từ 39838020 lên 119408907 tương ứng tăng 199,74% và 79570887 (đơn vị). Giá trị giao dịch qua mỗi phiên tăng cũng rất ấn tượng, từ mức 825068 (triệu đồng) lên 2241698 (triệu đồng) tương ứng tăng 171,70 % và 1416630 (triệu đồng). Có thể nói giai đoạn những cuối năm 2013- đầu năm 2014 là giai đoạn khởi sắc của chứng khoán Việt Nam trong 5 năm qua, thông qua mức giá bình quân chung toàn thị trường và khối lượng giao dịch đều tăng rất mạnh.

Từ những 2008 đến nay, chứng khoán Việt Nam cũng có những lúc thăng trầm nhất định, thể hiện qua sự biến động chỉ số VN Index và khối lượng cũng như giá trị giao dịch. Tuy nhiên mức độ biến động không mạnh bằng giai đoạn cuối năm 2013 - đầu năm 2014. Sau mỗi lần chỉ số VN Index biến động, có nhiều chuyên gia kinh tế và tài chính đưa ra các giải thích, nhận định và các nghiên cứu về các nhân tố,

các nguyên nhân dẫn đến sự biến động của giá chứng khoán. Xét về mặt lý thuyết, có hai nhóm nhân tố tác động đến giá chứng khoán: Nhóm nhân tố thứ nhất xuất phát từ nội tại doanh nghiệp (kết quả hoạt động kinh doanh, ngành nghề kinh doanh, chính sách cổ tức, quy mô doanh nghiệp,...); Nhóm nhân tố thứ hai không xuất từ nội tại doanh nghiệp – Nhân tố ngoại sinh (Tăng trưởng kinh tế, lạm phát, chính sách tiền tệ, ảnh hưởng của thị trường chứng khoán quốc tế,...). Tuy nhiên những năm qua, kinh tế Việt Nam khó khăn – Tốc độ tăng GDP ở mức thấp, lạm phát thì cao – năm 2010 là 17,21% và 2011 là 18,81%. Doanh nghiệp lâm vào tình trạng phá sản đồng loạt, theo báo cáo của Tổng cục Thống kê Việt Nam công bố vào sáng 23/12/2013, Số doanh nghiệp gặp khó khăn phải giải thể hoặc ngừng hoạt động là 60.737 doanh nghiệp, tăng 11,9% so với năm 2012. Trong đó đã giải thể là 9.818 doanh nghiệp, tăng 4,9%; đăng ký tạm ngừng hoạt động là 10.803 doanh nghiệp, tăng 35,7%; số doanh nghiệp ngừng hoạt động nhưng không đăng ký là 40.116 doanh nghiệp, tăng 8,6%.

Về cơ bản không có nhiều yếu tố tích cực làm cho thị trường chứng khoán Việt Nam có thể tăng. Tuy nhiên từ những năm 2011 đến nay, đặc biệt trong một năm trở lại đây, mức trần lãi suất huy động đã từng bước giảm mạnh xuống còn 7%/năm làm cho kênh tiết kiệm không còn hấp dẫn đối với người dân. Theo Ông Lê Hùng Dũng, Chủ tịch hội đồng quản trị Ngân hàng thương mại cổ phần Eximbank: “Với việc trần lãi suất tiền gửi đã từng bước được điều chỉnh giảm, từ mức 14%/năm xuống còn 7%/năm chỉ sau hơn 1 năm. Kênh tiết kiệm không hẳn còn là lựa chọn của nhiều khách hàng đang có tiền nhàn rỗi” [5, tr.2]. Khi lãi suất giảm người có tiền có xu hướng lựa chọn những kênh đầu tư khác có tỷ suất sinh lợi cao hơn và điều này làm cho dòng tiền có thể chuyển sang các kênh đầu tư khác, trong đó có kênh đầu tư chứng khoán. Vì vậy,

nhân tố chính sách tiền tệ của Ngân hàng nhà nước được nhiều chuyên gia nhìn nhận là nhân tố chính làm cho thị trường chứng khoán khởi sắc. Tiêu biểu là các ý kiến nhận định về lãi suất đối với thị trường chứng khoán.

- Theo Phạm Phú Khôi, Tổng giám đốc Công ty Chứng khoán Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu (ACBS) cho rằng: “*xu hướng lãi suất giảm sẽ tác động tích cực lên thị trường chứng khoán và nhiều khả năng dòng tiền nhàn rỗi sẽ chuyển hướng sang chứng khoán*” [5, tr.1].

- Ông Yun Hang Jin, Giám đốc khối thị trường mới nổi của Công ty Korea Investment & Securities (Hàn Quốc), nhận định: “*Lãi suất là một trong những biến số quan trọng đối với thị trường chứng khoán. Vì thế, lãi suất đang đã đi xuống là tín hiệu tích cực cho thấy, môi trường vĩ mô đã được cải thiện, góp phần đáng kể vào xu thế tăng trưởng của thị trường chứng khoán*” [5, tr.1].

- Ông Nguyễn Đức Hùng Linh, Giám đốc Phân tích và Tư vấn đầu tư - Khách hàng cá nhân của Công ty Chứng khoán Sài Gòn (SSI) nhận định: “*Theo logic, khi Ngân hàng Nhà nước đã hạ lãi suất huy động vốn, điều đầu tiên nghĩ đến là kênh đầu tư khác ngoài gửi tiền sẽ được hưởng lợi, do người gửi tiền muốn tìm một kênh sinh lời khác tốt hơn. Ngoài ra, lãi suất giảm sẽ tạo kỳ vọng phục hồi kinh tế và thị trường chứng khoán.*” [5, tr.2].

- Không chỉ các chuyên gia đang làm việc trong các công ty chứng khoán, các quỹ đầu tư mà theo nghiên cứu độc lập do TS. Nguyễn Minh Kiều và công sự thực hiện, đã lý giải mối quan hệ giữa cung tiền và thị trường chứng khoán:

+ 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. 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.

+ 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.

Kết hợp với một số 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. Jiranyakul (2009), Mukherjee và Naka (1995), Kwon và Shin (1999). Nhóm nghiên cứu của TS. Nguyễn Minh Kiều đưa ra nhận định: “*có một mối quan hệ thuận chiều giữa cung tiền và biến động giá chứng khoán, nghĩa là cung tiền tăng lên sẽ dẫn đến sự tăng trưởng và phát triển ổn định hơn cho thị trường chứng khoán*”.

Mặc dù có nhiều ý kiến của các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính và các nghiên cứu đánh giá tác động của lãi suất đến thị trường chứng khoán. Tuy nhiên chưa có nhiều công trình nghiên cứu định lượng nhằm đo lường chính xác tác động lãi suất đến thị trường chứng khoán ở Việt Nam. Vì vậy, trong phạm vi bài viết này, tác giả sử dụng kỹ thuật phân tích phương sai – một kỹ thuật phân tích thống kê nhằm phân tích định lượng tác động của lãi suất đến thị trường chứng khoán. Cụ thể đo lường tác động của lãi suất đến sự biến động giá của chứng khoán niêm yết tại HOSE thông qua sự biến động chỉ số VN Index.

2. Biến động lãi suất ở thị trường Việt Nam

Từ 2/2008 đến 11/2010 Ngân hàng nhà nước có 11 lần thay đổi lãi suất cơ bản – Mức lãi suất cơ sở để các Ngân hàng thương mại xây dựng lãi suất kinh doanh trong phạm vi không quá 1,5 lãi suất cơ bản và đã tác động đến thị trường chứng khoán. Trong đó có 8 lần thay đổi lãi suất cơ bản làm cho chỉ số VN-Index thay đổi chiếm 72,72% và có 3 lần thay đổi lãi suất cơ bản không làm thay đổi xu thế của thị trường chứng khoán, chiếm 27,28% trong tổng số lần thay đổi lãi suất cơ bản. Trong 5 lần thay đổi lãi suất cơ bản tăng thì có 4 lần làm cho chỉ số VN-Index giảm, chiếm 80% tổng số lần điều chỉnh tăng lãi suất cơ bản; trong 6 lần giảm lãi suất cơ bản có 4 lần làm cho chỉ số VN-Index tăng chiếm 66,67% trong tổng số lần điều chỉnh giảm lãi suất cơ bản.

Bảng 1. Diễn biến tác động thay đổi lãi suất cơ bản đến chỉ số VN-Index

Stt	Thời điểm thay đổi lãi suất cơ bản	Mức lãi suất (%/năm)		Biểu hiện của chỉ số VN-Index tại thời điểm thay đổi lãi suất cơ bản	Mức độ thay đổi VN-Index	
		Trước	Sau		Số điểm	(%)
1	01/02/2008	8,25	8,75	Giảm 7 phiên liên tục	-67,59	-7,30
2	19/05/2008	8,75	12,00	Giảm 18 phiên liên tục	-89,59	- 19,47
3	11/06/2008	12,00	14,00	Tăng 5 phiên liên tục	+11,62	+3,13
4	21/10/2008	14,00	13,00	Thị trường không phản ứng tức thời	-	-
5	05/11/2008	13,00	12,00	Thị trường không phản ứng tức thời	-	-
6	21/11/2008	12,00	11,00	Thị trường không phản ứng tức thời	-	-
7	05/12/2008	11,00	10,00	Giảm 3/4 phiên liên tục	- 8,23	-7,05
8	22/12/2008	10,00	8,50	Tăng 4 phiên liên tục	+13,63	+4,60
9	01/02/2009	8,50	7,00	Tăng 1 phiên nhưng không làm thay đổi xu thế giảm	+2,86	+0,96
10	01/12/2009	7,00	8,00	Giảm 8 phiên liên tục	-70,76	- 13,74
11	05/11/2010	8,00	9,00	Giảm 3 phiên liên tục	-7,73	-1,67

(Nguồn: NH nhà nước Việt Nam; Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh)

Bảng 2. Diễn biến tác động thay đổi trần lãi suất huy động đến chỉ số VN-Index

Stt	Thời điểm thay đổi trần lãi suất huy động	Mức lãi suất (%/năm)		Biểu hiện của chỉ số VN-Index tại thời điểm thay đổi trần lãi suất huy động	Mức độ thay đổi VN-Index	
		Trước	Sau		Số điểm	(%)
1	03/03/2011	-	14	Tăng 5/6 phiên liên tục	+ 40,30	+ 8,91
2	12/03/2012	14	13	Tăng 8/10 phiên liên tục	+ 31,24	+ 7,30
3	10/04/2012	13	12	Tăng 9 phiên liên tục	+ 33,07	+ 7,52
4	25/05/2012	12	11	Tăng 2 phiên liên tục	+ 8,56	+ 2,00
5	08/06/2012	11	9	Giảm 5 phiên liên tục	- 9,13	-2,10
6	21/12/2012	9	8	Tăng 13 phiên liên tục	+ 65,91	+ 16,61
7	25/03/2013	8	7,5	Tăng 5/7 phiên liên tục	+ 19,44	+ 3,97
8	27/06/2013	7,5	7,0	Tăng 3/5 phiên liên tục	+ 16,82	+ 3,56

(Nguồn: NH Nhà nước Việt Nam; Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh)

Ngày 03/03/2011, Ngân hàng nhà nước ban hành thông tư số 02/2011/TT-NHNN: “Quy định mức lãi suất huy động vốn tối đa bằng đồng Việt Nam” thì việc dùng lãi suất cơ bản để điều hành lãi suất mới chấm dứt. Quy định trần lãi suất huy động là cơ sở để các Ngân hàng thương mại xây dựng lãi suất huy động cho phù hợp với điều kiện của mỗi Ngân hàng nhưng không được vượt quá mức trần lãi suất huy động đã

được ban hành. Từ tháng 3/2011 đến 6/2013, Ngân hàng nhà nước đã có 8 lần thay đổi trần lãi suất huy động. Mức trần lãi suất huy động giảm từ 14% xuống còn 7%. Trong 8 lần giảm lãi suất có 7 lần làm cho VN Index tăng trực tiếp với tổng là 204,24 điểm tương, chỉ có duy nhất một lần vào ngày 08/06/2012 lãi suất nhưng VN Index giảm 5 phiên giao dịch liên tục và tổng điểm giảm là 9,13 điểm tương ứng 2,1%.

Bảng 3. Diễn biến tác động thay đổi trần lãi suất cho vay đến chỉ số VN-Index

Stt	Thời điểm thay đổi trần lãi suất cho vay	Mức lãi suất (%/năm)		Biểu hiện của chỉ số VN-Index tại thời điểm thay đổi trần lãi suất cho vay	Mức độ thay đổi VN-Index	
		Trước	Sau		Số điểm	(%)
1	04/05/2012	-	12+ 3=15	Tăng 3 phiên liên tục	+ 19,27	+ 4,11
2	08/06/2012	15	13	Giảm 5 phiên liên tục	- 9,13	-2,10
3	21/12/2012	13	12	Tăng 13 phiên liên tục	+ 65,91	+ 16,61
4	25/03/2013	12	11	Tăng 5/7 phiên liên tục	+ 19,44	+ 3,97
5	10/05/2013	11	10	Tăng 3/5 phiên liên tục	+ 4,12	+ 0,85
6	27/06/2013	10	9	Tăng 3/5 phiên liên tục	+ 16,82	+ 3,56

(Nguồn: NH nhà nước Việt Nam; Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh)

Bên cạnh việc quy định trần lãi suất, ngày 04/05/2012 Ngân hàng nhà nước ban hành thông tư 14/2012/TT-NHNN: “Quy định lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng đồng Việt Nam của tổ chức tín dụng, chi nhánh Ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng vay để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ cho một số lĩnh vực, ngành kinh tế” thì lãi suất cho vay của Ngân hàng thương mại đã bắt đầu bị giám sát và điều chỉnh bởi Ngân hàng nhà nước. Vì trước ngày 04/05/2012 về trước, Ngân hàng nhà nước chỉ quản lý trần lãi suất huy động của Ngân hàng thương mại nhưng chưa quản lý mức lãi cho vay của Ngân hàng thương mại. Từ tháng 05/2012, Ngân hàng nhà nước đã có 6 lần điểm chỉnh giảm trần lãi suất cho vay từ mức 15% xuống còn 9% vào tháng 06/2013. Việc giảm trần lãi cho vay đã tác động tích cực đến thị trường chứng khoán Việt Nam. Cụ thể là có 5 lần giảm lãi đã làm cho VN Index tăng điểm, chỉ có duy nhất một lần làm VN Index giảm điểm.

Phân tích mô tả có dấu hiệu cho thấy, có sự tác động của lãi suất đến giá chứng khoán. Tuy nhiên để tăng độ tin cậy cho nhận định về tác động của lãi suất đến giá chứng khoán, tác giả tiến hành kiểm định cặp giả thuyết (01):

Giả thuyết H_0 : Lãi suất không tác động đến sự biến

động chỉ số VN Index.

Đối thuyết H_1 : Lãi suất có tác động đến sự biến động chỉ số VN Index.

3. Đo lường tác động của lãi suất đến giá chứng khoán

3.1. Kỹ thuật phân tích phương sai (ANOVA – Analysis of variance)

Phân tích phương sai là một kỹ thuật phân tích thống kê được sử dụng kiểm định giả thuyết sự bằng nhau giá trị trung bình của nhiều tổng thể (tối thiểu 3 tổng thể) thông qua dữ liệu mẫu, với mục đích xem xét ảnh hưởng của nhân tố nguyên nhân đến yếu tố kết quả. Tuy nhiên dữ liệu mẫu dùng để phân tích phương sai phải tuân theo luật phân phối chuẩn (nếu không tuân theo phân phối chuẩn nên sử dụng các kỹ thuật phân tích phi tham số) và phương sai các nhóm tương đương nhau.

Căn cứ theo số nhân tố ảnh hưởng đến yếu tố kết quả, có phân tích phương sai một nhân tố và phân tích phương sai hai nhân tố. Trong phạm vi bài viết này, nghiên cứu tác động của một yếu tố lãi suất đến biến động VN Index nên tác giả sử dụng kỹ thuật phân tích phương sai một nhân tố. Kết quả phân tích phương sai một nhân tố ở Bảng 4.

Bảng 4. Kết quả phân tích phương sai dạng tổng quát

Source of Variation	Sum of squares	Degree of Freedom	Mean squares	F ratio
Between-groups	SSG	k-1	MSG=SSG/(k-1)	F=MSG/MSW
With-groups	SSW	n-k	MSW=SSW/(n-k)	
Total	SST	n-1		

SSG: Tổng độ lệch bình phương giữa các nhóm; K: Tổng số nhóm
SSW: Tổng các độ lệch bình phương trong nội bộ nhóm; n: Tổng số quan sát mẫu
SST: Tổng độ lệch bình phương

So sánh giá trị tỷ số F với giá trị tra bảng phân phối F làm cơ sở để bác bỏ hay không bác bỏ giả thuyết sự bằng nhau về trung bình của các tổng thể. Tuy nhiên hiện nay có nhiều phần mềm phân tích dữ liệu trợ giúp cho việc tính toán trở nên đơn giản hơn.

Căn cứ số liệu bảng 01, 02 và 03, cho thấy khi lãi suất thay đổi thì Vn Index cũng thay đổi. Hay nói cách khác chỉ số VN Index trước và sau khi thay đổi lãi suất là có sự khác nhau, tuy nhiên thay đổi lãi suất bao gồm tăng lãi suất và giảm lãi suất nên sự thay đổi VN Index giữa tăng lãi suất và giảm lãi suất cũng không giống nhau. Vì vậy, sự biến động VN Index trong trường hợp này có thể chia làm ba nhóm: Trước khi thay đổi lãi suất, sau khi tăng lãi suất và giảm lãi suất. Việc phân chia thành ba nhóm theo cơ chế thay đổi lãi suất phù hợp với kỹ thuật phân tích phương sai một nhân tố.

Để phù hợp với kỹ thuật phân tích phương sai, cặp giả thuyết (01) được thay thế bằng cặp giả thuyết tương đương (02):

Giả thuyết H_0 : Mức độ tăng chỉ số VN Index không thay đổi sau khi Ngân hàng nhà nước tăng hoặc giảm lãi suất.

Đối thuyết H_1 : Mức độ tăng chỉ số VN Index có thay đổi sau khi Ngân hàng nhà nước tăng hoặc giảm lãi suất.

3.2. Nguồn dữ liệu và kết quả đo lường tác động của lãi suất đến giá chứng khoán

3.2.1. Nguồn số liệu và công cụ phân tích

Số liệu phân tích trong bài viết được thu thập theo trình tự chuỗi thời gian từ tháng 2/2008 – 6/2013. Lãi suất bao gồm: lãi suất cơ bản, trần lãi huy động, trần lãi suất cho vay của các Ngân hàng thương mại Việt Nam dựa vào quy định và cách thức điều hành lãi suất của Ngân hàng nhà nước ở từng giai đoạn. Sự thay đổi giá chứng khoán niêm yết toàn thị trường được đại diện bởi tốc độ phát triển chỉ số VN Index đóng cửa trước khi thay đổi lãi suất, sau khi tăng lãi suất và giảm lãi suất. Tổng số phiên giao dịch được vào phân tích là 222 phiên (ngày giao dịch), bao gồm toàn bộ

những phiên bị thay đổi sau khi thay đổi lãi suất và tương ứng với những phiên giao dịch trước khi thay đổi lãi suất. Vì chúng khoán niêm yết ở Việt Nam nói chung và trên HOSE nói riêng đều bị giới hạn biên độ biến động giá giao dịch nên khi thay đổi lãi suất không phản hết vào một phiên giao dịch. Dữ liệu được kiểm định phân phối chuẩn (One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test) và kiểm định tính tương đồng của phương sai các nhóm (Test of Homogeneity of Variances) nên dữ liệu đủ điều kiện của phân tích phương sai.

Để đơn giản các bước tính toán phức tạp, các kiểm định và ước lượng dựa vào kết quả kết xuất từ phần mềm SPSS19.0.

3.2.2. Kết quả kiểm định và ước lượng tác động của lãi suất đến giá chứng khoán

Xét cả giai đoạn từ 2/2008 – 6/2013 cho thấy, tốc độ phát triển bình quân giá chứng khoán chung toàn thị trường qua mỗi phiên giao dịch theo ước lượng điểm là 99,81% (giảm 0,19%) và với độ tin cậy 95% tốc độ phát triển VN Index bình quân mỗi phiên nằm trong khoảng 99,58% – 100,04%. Sự biến động giá chứng khoán bình quân qua mỗi phiên giao dịch sau khi loại trừ yếu tố lãi suất là 99,71% với ước lượng điểm và ước lượng khoảng 99,83% - 100,04%. Tương tự như vậy, VN Index bình quân qua mỗi phiên sau khi tăng lãi suất theo ước lượng điểm là 98,52% và ước lượng khoảng 98,03% - 99,01%. Sau khi giảm lãi suất theo ước lượng điểm là 100,64% và ước lượng khoảng 100,33% - 100,96%.

Dữ liệu Bảng 6, có vào giá trị Sig=0<0,05 (Xác suất mắc sai lầm khi bác bỏ giả thuyết) là cơ sở để bác bỏ giả thuyết H_0 của cặp giả thuyết (02). Hay nói cách khác với mức ý nghĩa 5% có thể kết luận: “Lãi suất thực sự có tác động đến sự biến động giá chứng khoán niêm yết”. Điều này có nghĩa, khi lãi suất thay đổi cũng làm cho giá chứng khoán niêm yết thay đổi.

Bảng 5. Thống kê mô tả tốc độ phát triển chỉ số VN Index theo lãi suất giai đoạn 2/2008 -6/2013

Lai suất	N	Mean (%)	95% Confidence Interval for Mean		Min (%)	Max (%)
			Lower Bound	Upper Bound		
Truoc thay doi lai suất	111	99,71	99,38	100,04	95,50	104,01
Sau khi tang lai suất	38	98,52	98,03	99,01	95,37	101,72
Sau khi giam lai suất	73	100,64	100,33	100,96	96,33	104,53
Total	222	99,81	99,58	100,04	95,37	104,53

Bảng 6. Kết quả phân tích phương sai ảnh hưởng của lãi suất đến giá chứng khoán

	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	114,565	2	57,282	22,624	,000
Within Groups	554,485	219	2,532		
Total	669,050	221			

Có nhiều cách thức khác nhau trong chính sách điều hành lãi suất của Ngân hàng nhà nước, tùy thuộc vào điều kiện thực tiễn của nền kinh tế. Ngân hàng nhà nước đưa ra chính sách tăng lãi suất, giảm lãi suất hay chính sách khác cho phù hợp với mục tiêu điều hành. Kết quả ước lượng sự khác biệt tác động của chính sách lãi suất đến sự biến động chỉ số VN Index là khác nhau. Bình quân mỗi phiên

giao dịch sau khi tăng lãi suất sẽ làm cho chỉ số VN Index giảm 1,19% với ước lượng điểm và chênh lệch giảm theo ước lượng khoảng 0,47%-1,91%. Tuy nhiên, nếu như tăng lãi suất tác động tiêu cực làm giảm giá chứng khoán, thì giảm lãi suất làm cho VN Index mỗi phiên tăng 0,93% và ước lượng khoảng 0,38%-1,49%.

Bảng 7. Chênh lệch tốc độ phát triển chỉ số VN Index do khác biệt chính sách lãi suất

Lai suat (I)	Lai suat (J)	Mean Difference (I-J) (%)	95% Confidence Interval	
			Lower Bound	Upper Bound
Truoc thay doi lai suat	Sau khi tang lai suat	1,19	0,47	1,91
Sau khi giam lai suat	Truoc thay doi lai suat	0,93	0,38	1,49

4. Kết luận

Từ kết quả phân tích định lượng cho thấy, tác động của lãi suất đến giá chứng khoán vận hành theo quy luật ngược chiều nhau: “*Khi lãi suất tăng giá chứng khoán giảm và ngược lại khi lãi suất giảm thì giá chứng khoán tăng*”. Điều này phù hợp với nhận định của các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính, cũng như nghiên cứu của các chuyên gia kinh tế và các nghiên cứu thực tiễn ở các nước phát triển. Tuy nhiên điều kiện thực tiễn Việt Nam là khi tăng lãi suất làm cho giá chứng khoán giảm bình quân 1,19% mỗi phiên mạnh hơn so với tác động giảm lãi suất làm tăng giá chứng khoán bình quân 0,93%.

Trong quá trình điều hành tiền tệ, Ngân hàng nhà nước cần có những thay đổi lãi suất là điều khách quan không thể tránh khỏi để phù hợp với điều kiện thực tiễn của nền kinh tế. Tuy nhiên trừ những trường hợp thị trường đòi hỏi cần có những chính sách mang tính khẩn cấp để giải quyết những biến động đột biến bất thường. Còn lại thông tin lãi suất và đặc biệt là thông tin điều chỉnh lãi suất phải cần có lịch trình công bố thông tin và thực hiện công bố thông tin đúng theo lịch trình công bố thông tin định kỳ, để mọi người đều được bình đẳng trong tiếp cận thông tin lãi suất về thời gian. Việc bất cân xứng thông tin về lãi suất sẽ dẫn đến việc mua bán chứng khoán trước khi thông tin lãi suất được ban hành, gây lũng đoạn thị trường chứng khoán. Tại thời điểm ngày 08/06/2012 lãi suất giảm mạnh, trần lãi suất cho vay giảm từ 15% còn 13% nhưng kết quả VN Index giảm

liên tục 5 phiên giao dịch với mức giảm tương ứng 9,13 điểm – 2,1%. Điều đáng lưu ý hơn là trước khi thông tin giảm lãi suất được công bố, VN Index tăng liên tục 3 phiên với mức tăng 19,76 điểm – 4,26%. Đây là dấu hiệu bất thường không tuân theo quy luật, chứng tỏ có hiện tượng bất cân xứng thông tin về thời gian trong việc tiếp cận chính sách lãi suất giữa các nhà đầu tư với nhau.

Lãi suất là một căn cứ định lượng đáng tin cậy để các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán, đặc biệt là các nhà đầu tư cá nhân nên tham khảo làm cơ sở đưa ra quyết định đầu tư, hạn chế đầu tư theo cảm tính, theo phong trào nhằm giảm thiểu được rủi ro cho nhà đầu tư. Đồng thời góp phần làm cho thị trường chứng khoán phát triển ổn định và bền vững hơn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Các quyết định điều hành lãi suất của Ngân hàng nhà nước giai đoạn 2/2008-6/2013.
- [2] Nguyễn Minh Kiều, Nguyễn Văn Diệp, Lê Nguyễn Hoàng Tâm, “*Các yếu tố kinh tế vĩ mô và biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam*”, Tạp chí Tài chính số 11 – 2013; 22-26.
- [3] Hà Văn sơn, *Lý thuyết thống kê ứng dụng trong quản trị và kinh tế*, NXB Thống kê – 2012.
- [4] Phạm Quang Tín, *Phân tích các nhân tố tác động đến giá chứng khoán niêm yết trên HOSE*, TPHCM, 10/2011.
- [5] Vân Linh, Lãi suất giảm sâu dòng tiền hướng vào chứng khoán, <http://baodautu.vn/lai-suot-giam-sau-dong-tien-huong-vao-chung-khoan.html>.

(BBT nhận bài: 06/04/2014, phản biện xong: 29/09/2014)