

# Sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam dưới ảnh hưởng của các nhân tố kinh tế vĩ mô

**PGS. TS. BÙI KIM YẾN**

*Trường Đại Học Kinh Tế TP.HCM*

**THS. NGUYỄN THÁI SƠN**

*Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn VN*

**T**hông qua phân tích thực trạng và kết quả nghiên cứu thực nghiệm, nghiên cứu này chỉ ra mức độ và chiều hướng ảnh hưởng của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán VN trong giai đoạn 2007-2012 cũng như chỉ ra các vấn đề còn tồn tại của thị trường chứng khoán VN và nguyên nhân của nó. Từ kết quả nghiên cứu tác giả đề ra các giải pháp để phát triển ổn định thị trường chứng khoán VN.

**Từ khóa :** *Thị trường chứng khoán (TTCK) , chỉ số giá chứng khoán, chỉ số VNIndex, chỉ số giá tiêu dùng CPI.*

## 1. Giới thiệu

Trải qua 13 năm hình thành và phát triển, TTCK VN đã có những đóng góp tích cực vào sự phát triển của nền kinh tế. Tuy nhiên, bên cạnh những thành tựu đạt được thì TTCK VN đang phải đối mặt với những khó khăn, thách thức do sự biến động bất thường của thị trường trong thời gian gần đây. Ngoài một số nguyên nhân như khủng hoảng tài chính thế giới, tâm lý bầy đàn của nhà đầu tư, giao dịch với thông tin nội gián, ... thì những bất ổn trong kinh tế vĩ mô VN đã có tác động và gây ra sự biến động thăng trầm của TTCK non trẻ nước ta. Vì vậy, việc phân tích và đánh giá thực trạng để tìm ra giải pháp phát triển ổn định TTCK để tăng hiệu quả thu hút nguồn vốn đầu tư cho nền kinh tế là rất cần thiết.

Nghiên cứu này đã hệ thống lại cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước đây về các nhân tố kinh tế vĩ mô ảnh hưởng đến TTCK. Thông

qua phân tích thực trạng và kết quả nghiên cứu thực nghiệm, nghiên cứu đã chỉ ra mức độ và chiều hướng ảnh hưởng của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến TTCK VN trong giai đoạn 2007-2012 cũng như chỉ ra các vấn đề còn tồn tại của TTCK VN và nguyên nhân của nó. Từ kết quả nghiên cứu tác giả đề ra các giải pháp để phát triển ổn định TTCK VN.

## 2. Cơ sở lý thuyết - Các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến TTCK (VNIndex)

### 2.1. Lạm phát

Chỉ số giá tiêu dùng (Consumer Price Index - CPI) là cơ sở để tính lạm phát.

Lạm phát có thể tác động trực tiếp đến tâm lý nhà đầu tư và giá trị của các khoản đầu tư trên TTCK. Nếu lạm phát cao, đồng tiền bị mất giá nhanh, nhà đầu tư sẽ chuyển hướng sang tích trữ các tài sản không bị mất giá khác như vàng, làm cho cung cổ phiếu lớn

hơn so với cầu và thị trường giảm điểm, kém thanh khoản. Lúc này TTCK trở nên kém hấp dẫn hơn so với các hình thức đầu tư khác như gửi tiết kiệm do lãi suất đã được tăng để đảm bảo lãi suất thực dương trên hệ thống ngân hàng, hoặc so với đầu tư vào vàng do lúc này vàng với vai trò là “nơi trú ẩn” an toàn trong môi trường bất ổn kinh tế. Những điều này càng tạo đà cho TTCK đi xuống.

Lạm phát tác động gián tiếp đến TTCK thông qua kết quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Lạm phát làm tăng chi phí đầu vào nên doanh nghiệp phải tăng giá bán sản phẩm để đảm bảo kế hoạch lợi nhuận. Nếu tăng giá quá cao thì người tiêu dùng sẽ chuyển sang dùng sản phẩm thay thế khác dẫn đến sản lượng tiêu thụ giảm, làm cho lợi nhuận của doanh nghiệp không đạt được kế hoạch, dẫn đến giảm lợi nhuận kỳ vọng trong tương lai của doanh nghiệp,

và điều này đến lượt nó sẽ gây ra biến động giá cổ phiếu niêm yết và giá trị giao dịch trên thị trường.

Như vậy, lạm phát tăng cao ảnh hưởng trực tiếp và gián tiếp đến TTCK theo chiều hướng tiêu cực thông qua tâm lý của nhà đầu tư và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Lý thuyết kinh tế cũng cho thấy mối tương quan ngược chiều giữa lạm phát và chỉ số giá chứng khoán, dựa trên cơ sở này tác giả kiểm định mối quan hệ tại TTCK VN.

## 2.2. Lãi suất

Lãi suất (Interest) có ảnh hưởng trực tiếp đến giá chứng khoán theo công thức định giá chứng khoán sau :

$$P_0 = CF_1 / (1+r) + CF_2 / (1+r)^2 + \dots + CF_n / (1+r)^n + P_n$$

Trong đó:

$P_0, P_n$ : giá chứng khoán thời điểm hiện tại, thời điểm thứ n.

$CF_1, CF_2, \dots, CF_n$ : dòng tiền thời điểm thứ nhất, thứ 2, ..., thứ n.

r: lãi suất.

Từ biểu thức này cho thấy giữa lãi suất và giá chứng khoán có mối quan hệ ngược chiều nhau. Khi lãi suất tăng thì giá chứng khoán giảm và ngược lại giá chứng khoán sẽ tăng khi lãi suất giảm.

Ngoài ra, biến động của lãi suất cũng có tác động gián tiếp đến thị trường chứng khoán. Lãi suất tăng sẽ thu hút nhu cầu gửi tiền vào hệ thống ngân hàng vì mức sinh lời khi gửi tiền tăng, khiến cho dòng tiền đổ vào TTCK bị cạn kiệt và do đó sẽ ảnh hưởng đến giao dịch của TTCK.

## 2.3. Tỷ giá

Khi tỷ giá tăng (FX), doanh nghiệp xuất khẩu sẽ thu được nội

tệ nhiều hơn khi chuyển đổi cùng một lượng ngoại tệ có được từ xuất khẩu. Ngược lại, doanh nghiệp nhập khẩu sẽ tốn nhiều chi phí hơn bằng đồng nội tệ để nhập khẩu hàng hóa với cùng một lượng ngoại tệ không đổi. Điều này cho thấy tỷ giá tác động khác nhau: tỷ giá tăng sẽ tạo thuận lợi cho doanh nghiệp xuất khẩu nhưng gây ra bất lợi cho doanh nghiệp nhập khẩu. Như vậy, tỷ giá tác động khác nhau đến kết quả kinh doanh khi doanh nghiệp có phát sinh dòng tiền bằng ngoại tệ. Do đó, ảnh hưởng của tỷ giá đến biến động giá cổ phiếu và TTCK không xác định rõ chiều hướng cụ thể mà phụ thuộc vào từng trường hợp cụ thể.

## 2.4. Cung tiền

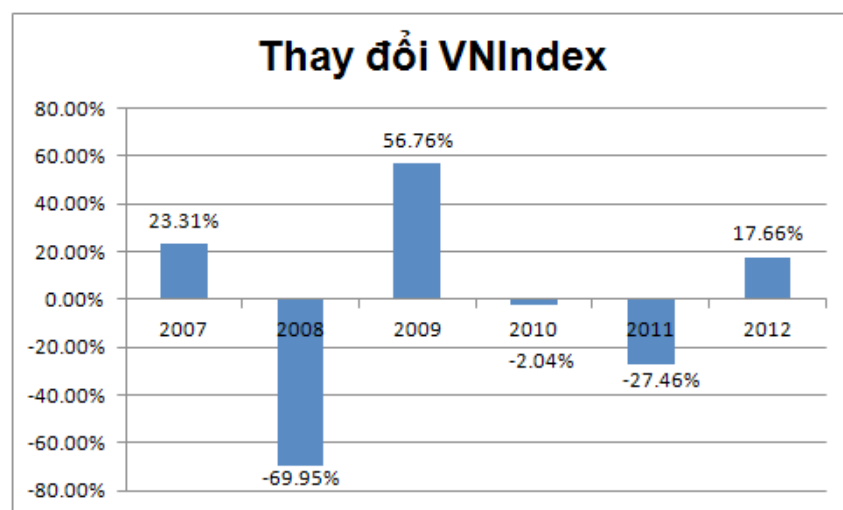
Cung tiền ( $M2$ ) và TTCK có mối quan hệ cùng chiều nhau: khi nới lỏng cung tiền để kích thích tăng trưởng kinh tế thì TTCK tăng trưởng, và ngược lại khi thắt chặt cung tiền để hạ nhiệt tăng trưởng kinh tế thì TTCK sẽ sụt giảm.

Những nghiên cứu trước đây :

Theo nghiên cứu của Humpe & Macmillan (2007), các tác giả thực hiện mô hình véc-tơ hiệu

chính sai số VECM để so sánh ảnh hưởng của các biến vĩ mô là chỉ số sản xuất công nghiệp IP, chỉ số giá tiêu dùng CPI, cung tiền  $M1$ , lãi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ 10 năm TB (đối với TTCK Mỹ) và lãi suất chiết khấu Disco (đối với TTCK Nhật Bản) đến giá cổ phiếu ở TTCK Mỹ và Nhật Bản trong dài hạn. Bộ dữ liệu là lấy lôgarit tự nhiên theo tháng của các biến này trong khoảng thời gian từ tháng 1/1965 đến tháng 6/2005. Kết quả nghiên cứu cho thấy đối với chỉ số S&P 500 của TTCK Mỹ tồn tại một véc-tơ đồng liên kết với giá chứng khoán tương quan cùng chiều với sản xuất công nghiệp, tương quan ngược chiều với cả chỉ số giá tiêu dùng và lãi suất dài hạn, tương quan cùng chiều nhưng không đáng kể với cung tiền. Đối với chỉ số Nikkei 225 của TTCK Nhật Bản các tác giả phát hiện tồn tại hai véc-tơ đồng liên kết: véc-tơ đồng liên kết thứ nhất cho thấy giá chứng khoán tương quan cùng chiều với sản xuất công nghiệp, tương quan ngược chiều với cung tiền và véc-tơ đồng liên kết thứ hai cho thấy mối tương quan ngược chiều của

Bối cảnh TTCK VN giai đoạn 2007-2012



Nguồn : HOSE

chỉ số sản xuất công nghiệp đối với cả chỉ số giá tiêu dùng và lãi suất dài hạn.

**2007:** Khởi đầu năm 2007 với con số 751,77 điểm, chỉ sau hơn 3 tháng VNIndex đã vọt lên đỉnh 1.170,67 điểm ngày 12/3. Đây chính là giai đoạn thăng hoa nhất trong lịch sử 8 năm phát triển của HOSE đến thời điểm đó và cũng là đỉnh cao nhất của chỉ số VNIndex đến cuối năm 2012.

**2008:** Năm 2008 là một năm đầy thăng trầm của TTCK VN, thị trường tiếp tục trong xu hướng điều chỉnh giảm và thiết lập đáy của năm 2008 ở mức 286,85 điểm vào ngày 10/12/2008. Đóng cửa thị trường ngày 31/12/2008, VNIndex đạt 315,61 điểm, giảm kỷ lục 611,40 điểm, gần 70% so với mức 927,02 điểm cuối năm 2007.

**2009:** Chỉ số VNIndex tăng hơn 56% trong năm 2009, từ mức 315,62 điểm vào ngày 31/12/2008 lên mức 494,77 điểm vào ngày 31/12/2009.

**2010:** VNIndex ở mức 450-500 điểm với thanh khoản ở mức trung bình.

**2011:** Thị trường chứng khoán VN là một trong những thị trường sụt giảm mạnh nhất trên thế giới trong năm 2011. Thị trường chứng khoán VN chịu ảnh hưởng và phản ánh những khó khăn, bất ổn vĩ mô như lạm phát cao, hệ thống ngân hàng gặp khó khăn về thanh khoản, phần lớn doanh nghiệp không đạt được kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đặt ra.

Năm 2011 bị đánh giá là năm bi kịch của thị trường chứng khoán. Kết thúc phiên giao dịch ngày 30/12/2011, VNIndex đóng cửa với 351,55 điểm và giảm 27,46% so với năm trước.

**2012:** Dù gặp rất nhiều khó khăn

nhưng VNIndex đóng cửa năm 2012 với 413,73 điểm, tăng tổng cộng 62,18 điểm, tương đương với 17,66% so với cuối năm 2011. Quy mô giao dịch bình quân mỗi phiên trong năm 2012 đạt 1.316 tỷ đồng, tăng 28% so với năm 2011 nhờ kéo dài thời gian giao dịch buổi chiều.

Nhìn lại năm 2012, TTCK VN vẫn còn khá nhiều bất ổn do cả những nguyên nhân khách quan và chủ quan. Mặc dù đã có những điểm sáng kinh tế được ghi nhận trong năm 2012 như lạm phát khá thấp, tỷ giá ổn định, lãi suất giảm, xuất khẩu tăng mạnh và thặng dư cán cân thương mại, song xu thế thoái vốn của các tập đoàn, tổng công ty cộng với vấn đề tái cơ cấu ở không chỉ các tổ chức tín dụng mà cả ở các DNNN khiến thị trường khó có thể có được những cải thiện đáng kể trong trung hạn.

## 3. Mô hình nghiên cứu

### 3.1. Dữ liệu và mô tả các biến

Mẫu quan sát được thu thập trong khoảng thời gian từ tháng 01/2007 đến tháng 12/2012.

Kết quả thống kê cho thấy trong giai đoạn nghiên cứu thị trường chứng khoán VN phát triển không ổn định khi chỉ số VNIndex biến động rất mạnh với giá trị thấp nhất và cao nhất lần lượt là 245,74 và 1.137,69 điểm, trong khi giá trị trung bình chỉ là 541,88 điểm nhưng độ lệch chuẩn lại lớn là 228,61.

Kết quả thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu được trình bày dưới đây :

Như vậy, dữ liệu cần thiết cho nghiên cứu đã được thu thập và tác giả đã chuyển sang dạng

Thống kê mô tả dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu	Trung bình	Trung vị	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
VNIndex	541,88	455,90	1.137,69	245,74	228,61
CPI	165,60	159,03	222,71	110,96	34,12
Interest	10,59	10,23	17,16	6,54	2,92
FX	18.237,19	17.941,50	20.828,00	15.960,00	1.934,56
M2	26,95	24,76	50,50	10,39	10,47

Mô tả các biến trong mô hình

Biến	Định nghĩa biến
LVNIndex	Lôgarit tự nhiên của VNIndex
LCPI	Lôgarit tự nhiên của CPI
LInterest	Lôgarit tự nhiên của Interest
LFX	Lôgarit tự nhiên của FX
LM2	Lôgarit tự nhiên của M2

Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến	Trung bình	Trung vị	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
LVNIndex	6,22	6,12	7,04	5,50	0,36
LCPI	5,09	5,07	5,41	4,71	0,21
LInterest	2,32	2,33	2,84	1,88	0,27
LFX	9,80	9,79	9,94	9,68	0,10
LM2	3,22	3,21	3,92	2,34	0,39

lôgarit tự nhiên để sử dụng làm biến trong mô hình kiểm định.

Thực hiện kiểm định bằng mô hình véc-tơ hiệu chỉnh sai số VECM để xác định mối quan hệ trong dài hạn giữa chỉ số giá chứng khoán LVNIndex và các biến kinh tế vĩ mô chỉ số giá tiêu dùng LCPI, lãi suất LInterest, tỷ giá LFX, và cung tiền LM2 theo biểu thức (3) với trình tự bốn bước như sau:

$$\text{LVNIndex} = \beta_1 C + \beta_2 \text{LCPI} + \beta_3 \text{LInterest} + \beta_4 \text{LFX} + \beta_5 \text{LM2} \quad (3)$$

## Kiểm định tính dừng của các biến

Do các biến trong mô hình là các số liệu chuỗi thời gian nên thường không ổn định và do đó cần thiết thực hiện kiểm định này để đảm bảo các biến là các chuỗi dừng, đảm bảo tính ổn định và đúng đắn của mô hình phân tích trong dài hạn, tránh những hồi quy giả mạo. Do vậy, trước tiên, luận văn kiểm tra tính dừng của chuỗi dữ liệu bằng kiểm định nghiệm đơn vị - Augmented Dickkey Fuller (ADF). Đối với chuỗi gốc không dừng, sẽ được lấy sai phân cho đến khi chuỗi dừng trước khi đưa vào mô hình.

## Xác định độ trễ tối ưu của mô hình

Thực hiện một số kiểm tra để loại bỏ các độ trễ không phù hợp làm cho mô hình không đạt được sự ổn định và tối ưu, đồng thời thực hiện kiểm định đồng liên kết Johansen để loại bỏ những độ trễ làm cho mô hình không có quan hệ đồng liên kết. Sau đó dựa vào mức ý nghĩa và sự phù hợp của mô hình để xác định độ trễ tối ưu của mô hình nghiên cứu.

## Kiểm định đồng liên kết

Kiểm định này nhằm hạn chế

hiện tượng hồi quy giả mạo khi kiểm tra xem có tồn tại hay không mối quan hệ dài hạn giữa các biến chỉ số giá chứng khoán, chỉ số giá tiêu dùng, lãi suất, tỷ giá và cung tiền nhằm đảm bảo tính phù hợp và ổn định của mô hình nghiên cứu.

## Kiểm định sự phù hợp của mô hình

Sau khi đã thực hiện kiểm định đồng liên kết thì nếu các chuỗi có mối quan hệ dài hạn, tức có ít nhất một mối quan hệ đồng liên kết, thì mô hình véc-tơ hiệu chỉnh sai số VECM được sử dụng phân tích mối quan hệ trong ngắn hạn của hai biến trong mô hình.

Tiếp theo, kiểm định quan hệ nhân quả Granger để xem có tồn tại mối quan hệ giữa các biến trong mô hình hay không. Sau đó, thực hiện kiểm tra tính đúng đắn của mô hình đã xây dựng bằng kiểm định nghiệm đơn vị đối với phần dư thu được từ mô hình, nếu phần dư thu được là chuỗi dừng thì mô hình là phù hợp và được sử dụng để phân tích.

Cuối cùng, nếu mô hình đạt được sự ổn định và tối ưu sau khi kiểm tra thì thực hiện phân tích hàm phản ứng xung để đánh giá sự phản ứng của biến LVNIndex đối với sự biến động của tất cả các

biến trong mô hình, đồng thời thực hiện phân tích phân rã phương sai để đánh giá phần đóng góp của cú sốc từ các biến trong mô hình đến phương sai của sai số trong dự báo với biến LVNIndex.

## 4. Kết quả kiểm định

### Kiểm định tính dừng của các biến

Theo trình tự phân tích đã trình bày ở trên, luận văn tiến hành các kiểm định tính dừng cho các chuỗi số liệu trong mô hình. Bảng 6.1 tóm tắt kiểm định nghiệm đơn vị cho chuỗi LVNIndex và các chuỗi biến kinh tế vĩ mô.

Kết quả cho thấy tất cả các biến không dừng nhưng tất cả các chuỗi sai phân bậc nhất của các biến đều dừng với mức ý nghĩa 1%. Khi tất cả các biến đều dừng ở sai phân bậc nhất cho thấy kết quả của mô hình sẽ có tính ổn định trong dài hạn và sẽ tránh được hồi quy giả mạo. Vấn đề còn lại là xác định độ trễ tối ưu của mô hình.

Xác định độ trễ tối ưu của mô hình

Tiếp theo, xác định độ trễ tối ưu của mô hình. Sau khi xác định được độ trễ tối đa của mô hình là 10, tác giả xác định các độ trễ cần loại bỏ là 5, 7 và 10. Thực hiện kiểm định

Kiểm định tính dừng của biến và sai phân của biến

Biến / Sai phân	Độ trễ	Thống kê t	Giá trị p
LVNIndex	1	-2.566175	0.1049
D(LVNIndex)	0	-6.418493	0.0000(***)
LCPI	2	-2.719142	0.2325
D(LCPI)	0	-4.764744	0.0002(***)
LInterest	1	-2.581501	0.1016
D(LInterest)	0	-4.446720	0.0006(***)
LFX	1	-2.186106	0.4895
D(LFX)	0	-6.726971	0.0000(***)
LM2	1	-1.856343	0.3508
D(LM2)	0	-6.190353	0.0000(***)

(\*\*\*) có ý nghĩa với mức 1%.



đồng liên kết Johansen, tác giả tiếp tục loại bỏ các độ trễ bằng 1, 3, 6. Vì vậy, các độ trễ còn lại có thể sử dụng trong mô hình là 2, 4, 8, và 9. Tuy nhiên, khi thực hiện các bước kiểm định mô hình cho thấy chọn độ trễ bằng 9 cho ra mô hình tốt nhất: hệ số trong mô hình VECM có ý nghĩa cao hơn. Do đó, tác giả chọn độ trễ bằng 9 để phân tích.

## Kiểm định đồng liên kết

Kết quả kiểm định Johansen cho thấy có 4 mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến trong mô hình ở độ trễ 9. Từ đây tác giả có căn cứ để sử dụng mô hình VECM cho các biến ở độ trễ 9 với biến phụ thuộc cần quan tâm là chuỗi LVNIndex.

## Kết quả mô hình kiểm định

Kết quả cho phương trình đồng kết hợp sau khi thực hiện mô hình VECM thể hiện mối quan hệ dài hạn giữa biến LVNIndex và các biến kinh tế vĩ mô LCPI, LInterest, LFX, LM2 trong phương trình:

giữa chuỗi D(LVNIndex) và D(LM2). Để kiểm tra tính đúng đắn của mô hình, tác giả kiểm định nghiệm đơn vị đối với phần dư thu được từ mô hình. Kết quả cho thấy cả năm chuỗi phần dư đều dừng ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy mô hình xây dựng là phù hợp. Kết quả kiểm định với độ trễ bằng 9 cho thấy mô hình đạt được tối ưu và sự ổn định khi tất cả các điểm nằm lọt trong hình tròn hoặc các giá trị đều nhỏ hơn 1.

Kết quả kiểm định tự tương quan của phần dư cũng cho thấy mô hình đạt được tối ưu với độ trễ bằng 9 khi không xảy ra tự tương quan của phần dư. Thực hiện phân tích hàm phản ứng xung của các biến, để thấy rõ hơn cơ chế tác động của các biến kinh tế vĩ mô đến chỉ số giá chứng khoán.

Kết quả cho thấy sự phản ứng

phương sai của sai số trong dự báo với biến LVNIndex là lớn nhất; của ba biến LCPI, LInterest, LFX là gần giống nhau; trong khi biến LM2 là nhỏ nhất. Từ những kiểm định để xem xét tính ổn định và tối ưu của mô hình cùng với ý nghĩa về mặt thống kê cho thấy mô hình nghiên cứu về phân tích tác động của các biến kinh tế vĩ mô là chỉ số giá tiêu dùng, lãi suất, tỷ giá, cung tiền đến chỉ số giá chứng khoán VNIndex được xây dựng là phù hợp.

Nhận xét kết quả mô hình nghiên cứu: Trong phương trình cân bằng dài hạn của mô hình nghiên cứu, hai biến LFX, LM2 mang dấu dương và hai biến LCPI, LInterest mang dấu âm cho thấy chỉ số chứng khoán VNIndex biến động cùng chiều với tỷ giá, cung tiền nhưng biến động ngược chiều với chỉ số giá tiêu dùng, lãi suất. Quan hệ giữa LVNIndex

$$\text{LVNIndex} = -43,14 - 3,48 * \text{LCPI} - 0,95 * \text{LInterest} + 7,02 * \text{LFX} + 0,13 * \text{LM2}$$

[12,14]                      [11,51]                      [-34,64]                      [-0,85]

[ ]: giá trị của thống kê t

Kết quả tóm tắt của mô hình nghiên cứu được trình bày trong Bảng dưới đây.

Kết quả thực hiện kiểm định Granger cho thấy có mối quan hệ nhân quả giữa chuỗi D(LVNIndex) với các chuỗi D(LCPI), D(LInterest), D(LFX) với mức ý nghĩa 5%, nhưng không có mối quan hệ nhân quả

của biến LVNIndex chịu tác động nhiều nhất của chính nó và kéo dài trong 3 kỳ; trong khi chịu tác động của ba biến LCPI, LInterest, LFX là gần tương đương nhau và kéo dài trong 4 kỳ; còn đối với biến LM2 thì chịu tác động yếu nhất và kéo dài trong 2 kỳ. Kết quả phân rã phương sai cho biết phần đóng góp của cú sốc từ biến LVNIndex trong mô hình đến

và ba biến LCPI, LInterest, LFX trong mô hình là đáng tin cậy về mặt thống kê với mức ý nghĩa 5% và điều này càng được khẳng định hơn khi tồn tại quan hệ nhân quả giữa biến LVNIndex và các biến LCPI, LInterest, LFX trong kiểm định Granger.

Tuy nhiên, tương quan cùng chiều giữa hai biến LVNIndex và LM2 là không đáng tin cậy về mặt thống kê với mức ý nghĩa 5%, điều này trùng khớp với kết quả không có mối quan hệ nhân quả của hai biến này trong kiểm định Granger.

Hệ số điều chỉnh CointEq1 = -0.798637 có trị tuyệt đối nhỏ hơn 1, mang dấu âm và có

## Tóm tắt kết quả mô hình nghiên cứu

Biến phụ thuộc: LVNIndex

Mẫu: 01:2007 – 12:2012 (72 quan sát)

Biến	Hệ số	Sai số
Hệ số điều chỉnh CointEq1	-0.798637***	0.25548
Hằng số C	0.024172	0.01481
Hệ số R <sup>2</sup> :	0.903877	Thống kê F: 3.066297      Thống kê AIC: -2.526612
Hệ số R <sup>2</sup> điều chỉnh:	0.60909	Thống kê Log: 125.3250      Thống kê SC: -0.914107

ý nghĩa thống kê ở mức 1%, thể hiện sự điều chỉnh tăng để điều chỉnh về trạng thái cân bằng dài hạn, nếu một cú sốc nào đó, thì sự mất cân đối sẽ duy trì trong một vài chu kỳ.

Như vậy, biến động của chỉ số giá chứng khoán VNIndex ngược chiều với chỉ số giá tiêu dùng CPI và lãi suất Interest nhưng cùng chiều với tăng trưởng cung tiền M2 là phù hợp với kết quả đã được phân tích.

Về mối quan hệ cùng chiều giữa LVNIndex và tỷ giá LFX được tìm thấy trong mô hình nghiên cứu cho thấy ngoại trừ những biến động lớn và bất ngờ làm cho chỉ số VNIndex sụt giảm mạnh thì những thay đổi nhỏ và dự đoán được không ảnh hưởng đến TTCK như đã phân tích ở trên. So sánh lạm phát giữa VN và Mỹ trong giai đoạn 2007-2012 thì xu hướng tỷ giá tăng (đồng VN mất giá so với đô la Mỹ) là phù hợp với quy luật khi lạm phát của VN cao hơn rất nhiều so với Mỹ trong cùng thời kỳ. Với thị trường mới nổi như VN, việc điều chỉnh tỷ giá tăng thường xuyên với biên độ nhỏ và phù hợp sẽ giúp nhà đầu tư nước ngoài mạnh dạn giải ngân vốn đầu tư vào TTCK, hạn chế tâm lý chờ đợi khi tỷ giá biến động bất ngờ với biên độ lớn. Ngoài ra, với nền kinh tế khuyến khích xuất khẩu, hạn chế nhập khẩu thì tỷ giá tăng sẽ tăng thêm lợi nhuận cho doanh nghiệp xuất khẩu nhưng sẽ gây ra rủi ro tỷ giá cho doanh nghiệp nhập khẩu và những doanh nghiệp có vay nợ nước ngoài. Những lý do này giải thích cho mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ giá và chỉ số VNIndex trên TTCK VN.

Kết quả của mô hình tương tự với nghiên cứu của Humpe and Macmillan (2007) đối với TTCK Mỹ về chiều của mối tương quan giữa chỉ số giá TTCK và ba biến vĩ mô là chỉ số giá tiêu dùng, lãi suất, cung tiền cũng như độ tin cậy về mặt thống kê với biến cung tiền M2.

Mối quan hệ cùng chiều với tỷ giá nhưng ngược chiều với chỉ số giá tiêu dùng và lãi suất cũng được tìm thấy nghiên cứu của Maysami et al (2005) đối với chỉ số SES ALL-S EQUITIES HOTEL và tương quan cùng chiều của cung tiền M2 đối với các chỉ số SES ALL-S EQUITIES, SES ALL-S EQUITIES FINANCE, SES ALL-S EQUITIES PROPERTY.

Mối quan hệ ngược chiều giữa chỉ số giá tiêu dùng và chỉ số giá chứng khoán cũng tương tự như kết quả nghiên cứu của Naka et al (1998).

Mô hình hồi qui VECM thực hiện ở độ trễ bằng 9 với giá trị  $R^2$  hiệu chỉnh bằng 60,9%, điều này có nghĩa 60,9% sự thay đổi trong chỉ số giá chứng khoán VNIndex được giải thích bởi các biến trễ của chỉ số giá chứng khoán VNIndex, chỉ số giá tiêu dùng CPI, lãi suất tiền gửi Interest, tỷ giá FX và cung tiền M2 ở độ trễ 9.

Từ kết quả kiểm định của mô hình nghiên cứu, mối quan hệ giữa TTCK VN và các biến kinh tế vĩ mô được tổng kết như sau:

Chỉ số giá tiêu dùng tương quan ngược chiều với TTCK: Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu trước và phù hợp với lý thuyết. Chỉ số giá tiêu dùng tăng là một tín hiệu về bất

ổn kinh tế vĩ mô và Chính phủ thường thắt chặt tiền tệ, thắt chặt cung tiền để kiểm soát lạm phát, điều này càng làm cho chỉ số giá chứng khoán sụt giảm. Vì vậy, mối quan hệ ngược chiều giữa chỉ số giá tiêu dùng và chỉ số giá chứng khoán là phù hợp với lý thuyết và thực tế VN.

Lãi suất tương quan ngược chiều với TTCK: lãi suất tăng cũng là một tín hiệu để nhận biết về bất ổn kinh tế vĩ mô và khi đó chi phí cơ hội sẽ tăng lên nên nhà đầu tư sẽ yêu cầu tỷ suất sinh lợi cao hơn khi đầu tư vào TTCK, nếu không dòng vốn của họ sẽ chuyển sang tiền gửi ngân hàng để được an toàn hơn khi kinh tế vĩ mô bất ổn và điều này càng khiến cho chỉ số giá chứng khoán sụt giảm khi lãi suất tăng. Vì vậy, mối quan hệ ngược chiều giữa lãi suất và chỉ số giá chứng khoán là tương đồng với các nghiên cứu trước và phù hợp với lý thuyết.

Tỷ giá có tương quan cùng chiều với TTCK: với nền kinh tế khuyến khích xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu, trong khi lạm phát của VN cao hơn rất nhiều so với Mỹ thì xu hướng tỷ giá tăng là phù hợp với quy luật. Tuy nhiên, nếu sự biến động tỷ giá là lớn và bất ngờ sẽ làm nhà đầu tư mất niềm tin, gây ra rủi ro cho doanh nghiệp và sẽ tác động tiêu cực đến TTCK nói riêng, nền kinh tế nói chung. Vì vậy, chính sách tỷ giá ổn định hoặc tăng với biên độ nhỏ và có thể dự báo được sẽ giúp nền kinh tế cũng như TTCK phát triển. Vì vậy, mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ giá và chỉ số giá chứng khoán trong giai đoạn nghiên cứu là phù hợp.

Cung tiền tương quan cùng chiều 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. Tuy nhiên, biến cung tiền M2 trong mô hình có ý nghĩa thống kê thấp, không phản ánh chính xác tác động thực sự của nhân tố cung tiền M2 đến TTCK. Một trong những nguyên nhân chủ yếu là do giao dịch bằng tiền mặt là phổ biến và chiếm tỷ trọng lớn trong nền kinh tế VN nên chưa thật sự thấy được tác động của biến này đến TTCK. Điều này có thể thấy trong năm 2012 khi cung tiền M2 tăng và ngân hàng thừa vốn nhưng tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng thấp nên TTCK không phát triển.

## 5. Kết luận và kiến nghị

### 5.1. Chính sách kinh tế vĩ mô

Chính sách và định hướng phát triển nền kinh tế phải bền vững, ổn định, dài hạn, tránh chạy theo những mục tiêu ngắn hạn trước mắt. Tiếp tục đổi mới cơ chế quản lý điều hành theo định hướng kinh tế thị trường, hạn chế những can thiệp bằng biện pháp hành chính.

Điều hành chính sách tài khóa chủ động, đổi mới cơ chế quản lý ngân sách theo hướng hội nhập, hạn chế thâm hụt ngân sách, nâng cao hiệu quả đầu tư công và quản lý chặt chẽ nợ công, đặc biệt là nợ nước ngoài, đưa mức bội chi ngân sách nhà nước xuống dưới 5% hàng năm. Thực hiện minh bạch, công khai công bằng trong phân phối ngân sách vì nguồn thu của nó là sự đóng góp công sức của mọi người dân thông qua

thuế. Xóa bỏ hoàn toàn tính bao cấp và cơ chế xin - cho vẫn đang còn tồn tại. Tiết kiệm các khoản chi thường xuyên ít mang lại hiệu quả thiết thực.

Kiểm chế và kiểm soát lạm phát trong giới hạn hợp lý. Chính phủ phải xác định lạm phát là nguyên nhân gây ra bất ổn kinh tế vĩ mô và làm xói mòn niềm tin của nhà đầu tư. Vì vậy, Chính phủ phải kiên định với mục tiêu lạm phát và trao cho NHNN vai trò độc lập hơn điều hành chính sách tiền tệ với nhiệm vụ trọng tâm là thực hiện chính sách lạm phát mục tiêu. Thực hiện đạt mục tiêu đề ra sẽ giúp cung tiền ổn định, tỷ giá được kiểm soát, niềm tin của nhà đầu tư sẽ tăng lên và kinh tế vĩ mô sẽ đạt được sự ổn định.

Để củng cố lòng tin của công chúng đầu tư, các chỉ số phát triển kinh tế và các chính sách tài chính tiền tệ phải được công bố công khai và có thể dự báo trước được đối với giới đầu tư và kinh doanh.

### 5.2. Chính sách cung tiền

Chính sách tiền tệ là quá trình quản lý cung tiền của NHNN 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. Vì việc điều hành chính sách tiền tệ theo hướng nói lỏng hoặc thắt chặt đều tác động không nhỏ đến tính thanh khoản trên TTCK. Chỉ với một biện pháp của Ngân hàng Nhà nước nhằm chấn chỉnh công tác tín dụng của hệ thống ngân hàng đối với cho vay đầu tư chứng khoán, ngay lập tức khối lượng cổ phiếu giao dịch

cả hai sàn và giá cả của chúng đều giảm mạnh. Do đó, 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 giống như trong giai đoạn vừa qua: khi thì thắt chặt quá mức nhưng cũng có lúc nói lỏng quá dễ dàng. Vì vậy, NHNN cần tránh những động thái bất ngờ trong điều hành chính sách cung tiền.

Việc ước lượng hàm cầu tiền nhằm mục tiêu dự báo nhu cầu tiền của nền kinh tế được thực hiện ở nhiều nước trên thế giới và đã mang lại hiệu quả tích cực cho công tác điều hành chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương các nước. Vì vậy, NHNN nên sớm thực hiện chính sách và chiến lược tăng trưởng cung tiền phù hợp với nhu cầu của nền kinh tế.

### 5.3. Chính sách lãi suất

Chính sách của NHNN phải hướng đến một môi trường lãi suất ổn định, điều hành một cách chủ động, linh hoạt và phù hợp với tình hình kinh tế trong và ngoài nước, tránh những cú sốc do thay đổi đột ngột làm cho các chủ thể trong nền kinh tế không kịp phản ứng và gây ra kết quả xấu trong hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

NHNN phải quản lý lãi suất một cách hợp lý, hiệu quả và hướng đến chính sách lãi suất tự do theo cơ chế thỏa thuận dựa trên cung cầu của thị trường, hạn chế tối đa các biện pháp can thiệp hành chính và cuối cùng là tránh tình trạng tồn tại hai mức lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực tế khác nhau quá nhiều trên thị trường.

Điều hành chính sách lãi suất của NHNN phải chủ động định hướng thị trường thay vì chạy theo như trước đây. Xu hướng điều



chính lãi suất được NHNN thông báo trước đến thị trường và được điều chỉnh theo lộ trình để tránh gây sốc cho nền kinh tế sẽ giúp kỳ vọng thị trường được kiểm soát tốt, lãi suất diễn biến đúng theo xu hướng dự kiến của NHNN, góp phần giúp NHNN đạt được mục tiêu đặt ra.

## 5.4. Chính sách tỷ giá

Chính phủ cần có chủ trương và kế hoạch hài hòa các mục tiêu phát triển kinh tế khi sử dụng chính sách tỷ giá. Tiếp tục điều hành chính sách tỷ giá linh hoạt theo quan hệ cung cầu trên thị trường, trong mối quan hệ phù hợp với lãi suất có sự kiểm soát của Nhà nước vừa đảm bảo các cân đối vĩ mô, kiểm soát lạm phát, kích thích xuất khẩu, kiểm soát nhập khẩu, khuyến khích đầu tư nước ngoài vào VN mà không ảnh hưởng lớn đến việc doanh nghiệp vay nợ bằng ngoại tệ, không ảnh hưởng đến việc thu hút nguồn ngoại tệ vào hệ thống ngân hàng, nâng cao quỹ dự trữ ngoại tệ của NHNN để có thể can thiệp khi cần thiết.

Tóm lại, để thực hiện có hiệu quả giải pháp về chính sách tiền tệ thì phải nâng cao tính độc lập, tăng quyền hạn và trách nhiệm của NHNN, đây là một trong các điều kiện tiên quyết nhằm nâng cao hiệu quả điều hành chính sách tiền tệ của NHNN VN. Tuy nhiên việc này phải thích ứng với mức độ hội nhập tài chính thế giới và phù hợp với thể chế chính trị ở nước ta. Theo đó, cần sửa đổi Luật Ngân hàng Nhà nước theo hướng trao thêm chức năng, quyền hạn và nhiệm vụ của tổ chức này khi thực hiện chính sách tiền tệ. Từ đó giúp cho NHNN có điều kiện chủ động trong việc sắp xếp cơ cấu tổ chức và nhân sự, tự chủ về tài chính trong đào tạo, bồi dưỡng nhằm nâng cao trình độ

cho đội ngũ cán bộ NHNN, có chế độ đãi ngộ hợp lý để khuyến khích thu hút nhân tài, hiện đại hóa công nghệ quản lý trong việc tổng hợp, thống kê, phân tích, dự báo,... phục vụ đắc lực hơn cho việc điều hành chính sách tiền tệ của NHNN.

NHNN phải thúc đẩy mạnh mẽ công tác thông tin truyền thông, một mặt để giải thích rõ với doanh nghiệp và người dân về những thay đổi chính sách, mặt khác tạo sự đồng thuận rộng rãi từ phía thị trường. Khi chính sách của NHNN đã được nắm bắt rõ ràng hơn thì các chủ thể kinh tế cũng điều chỉnh hành vi phù hợp hơn với thay đổi chính sách. Đồng thời, NHNN phải chú trọng bảo đảm kỷ luật thị trường tiền tệ, điều hành chính sách tiền tệ được kết hợp chặt chẽ với việc siết công tác thanh tra giám sát, đảm bảo thực thi nghiêm các chính sách của NHNN, qua đó giúp cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ được vận hành tốt hơn.

Hiện tại, VN chưa có đầy đủ các điều kiện để thực hiện một chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu nên chính sách tiền tệ từ nay đến năm 2015 vẫn là đa mục tiêu trong đó chú trọng mục tiêu lạm phát và tăng trưởng kinh tế và mục tiêu hoạt động của chính sách tiền tệ là khối lượng cung tiền M2. Trong thời gian trước mắt, NHNN có thể tiếp tục sử dụng các công cụ kể cả hành chính và thị trường trong điều hành, song từng bước gỡ bỏ các công cụ điều hành mang tính hành chính nhằm tạo điều kiện cho một chính sách tiền tệ mang tính thị trường cao ●

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Danh mục tài liệu Tiếng Việt
- Huỳnh Thế Nguyễn và Nguyễn Quyết. (2013). Mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái, lãi suất và giá cổ phiếu tại TP.HCM, 2013. *Tạp chí Phát triển và hội nhập*, số 11 (21), trang 37-41.
- Nguyễn Hữu Tuấn, 2012. Chi số chứng khoán chịu tác động mạnh bởi yếu tố vĩ mô nào? <<http://ndh.vn/chi-so-chung-khoan-chiu-tac-dong-manh-boi-yeu-to-vi-mo-nao--3942197p146c155.news>> [Ngày truy cập: 20 tháng 9 năm 2013].
- Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo, 2013. Phân tích tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán VN. *Tạp chí phát triển và hội nhập*, số 8 (18), trang 34-41.
- Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, 2012. Báo cáo thường niên 2012. [pdf] <[http://www.hsx.vn/hsx/Modules/annual/annual\\_files/BCTN-ANNUAL2012.pdf](http://www.hsx.vn/hsx/Modules/annual/annual_files/BCTN-ANNUAL2012.pdf)> [Ngày truy cập: 19 tháng 7 năm 2013].
- Trung tâm lưu ký chứng khoán VN, 2012. Báo cáo thường niên 2012. [pdf] <[http://www.vsd.vn/Systems/2013/07/16/vsd-ar12\\_0407-15h-full.pdf](http://www.vsd.vn/Systems/2013/07/16/vsd-ar12_0407-15h-full.pdf)> [Ngày truy cập: 19 tháng 7 năm 2013].
- Danh mục tài liệu Tiếng Anh
- Humpe and Macmillan, 2007. Can macroeconomic variables explain long term stock market movements? A comparison of the US and Japan. Centre for dynamic macroeconomic analysis, [pdf] Available at: <<http://www.st-andrews.ac.uk/economics/CDMA/papers/wp0720.pdf>> [Accessed 21 September 2013].
- Maysami et al, 2005. Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices. *Jurnal Pengurusan*, 24 . pp. 47-77, [pdf] Available at <<http://journalarticle.ukm.my/1762/1/Jp24-03.pdf>> [Accessed 21 September 2013].
- Naka et al, 1998. Macroeconomic variables and the performance of the Indian Stock Market. Department of Economics and Finance Working Papers, 1991-2006, Paper 15, [online] Available at <[http://scholarworks.uno.edu/econ\\_wp/15/](http://scholarworks.uno.edu/econ_wp/15/)> [Accessed 21 September 2013].