Quan hệ giữa thị trường cổ phiếu Việt Nam & các thị trường cổ phiếu thế giới

TS. HỒ VIẾT TIẾN
ĐH Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

Mở đầu

Thời gian gần đây, từ các nhà phân tích chuyên nghiệp của các quỹ nước ngoài đến các phóng viên mới vào nghề tại các chuyên mục tài chính trên các tờ báo ngày đều phân tích biến động thị trường Việt Nam dựa trên biến động của thị trường thế giới, đặc biệt là thị trường Hoa Kỳ. Họ coi điều đó là hiển nhiên và có sẵn. Tuy nhiên đó mới chỉ là một cảm nhận. Cần phải kiểm chứng xem có thật là như vậy không – thị trường Việt Nam có bị ảnh hưởng bởi biến động trên thị trường thế giới nói chung hay không ? Và nếu có thì ảnh hưởng đó đến mức nào ? Đó là lý do của bài viết này.

1. Số liệu

Số liệu tập hợp trong bài này là các chỉ số của các thị trường cổ phiếu. Với lý do thị trường Việt Nam bị ảnh hưởng của các nước phát triển, chỉ số chứng khoán của các nước phát triển được thu thập bao gồm: DJIA30 và S&P500 của Hoa Kỳ, FTSE của Vương quốc Anh, CAC40 của Pháp, DAX của Đức, Nikkei225 của Nhật bản. Do Việt Nam có quan hệ mật thiết với các nước trong vùng nên khảo sát thêm quan hệ của thị trường Việt Nam và các nước trong vùng. Các chỉ số đại diện trong vùng gồm: Nikkei225 của Nhật Bản, STI của Singapore, Hang seng của Hongkong, SSI của Thượng Hải (Trung Quốc) và KOSPI của Hàn Quốc. Việc lựa chọn này khá ngẫu nhiên, chỉ với phỏng đoán đây là những trụ sở Vùng Châu Á – Thái Bình Dương của các quỹ lớn trên thế giới, nơi phát ra các lệnh kinh doanh chứng khoán trong ngày tại Việt Nam. Như vậy, Chỉ số VN-Index sẽ được so sánh, đối chiếu với 10 chỉ số chứng khoán khác.

2. Điều chỉnh số liệu

Số liệu về chỉ số chứng khoán không phải là một dãy số liên tục. Mỗi nước trung bình có khoảng 250 phiên giao dịch trong 1 năm. Tuy nhiên có nhiều ngày nước này giao dịch mà nước kia không giao dịch do mỗi nước có những ngày nghỉ ngoài ngày thứ 7 và chủ nhật khác nhau – khác nhau về ngày quốc khánh, ngày lễ thánh, ngày nghỉ theo truyền thống tôn giáo hoặc lịch sử. Trong 3 năm trên tổng cộng có 781 ngày có giao dịch tại ít nhất 1 trong 11 thị trường khảo sát. Trong 781 ngày đó thị trường Việt Nam có 37 ngày không có giao dịch, Hoa Kỳ có 25 ngày, Paris nghỉ ít nhất (16 ngày) còn Nhật Bản nghỉ nhiều nhất (45 ngày). Cụ thể như sau: (bảng 1)

Nếu bỏ hết những ngày nghỉ thì số liệu sẽ còn khá ít không phản ánh đúng xu hướng. Do vậy điều chỉnh như sau: chỉ số ngày nghỉ bằng chỉ số phiên giao dịch ngay trước ngày nghỉ. Ví dụ chỉ số VN-Index ngày 2/9 (Quốc khánh Việt Nam) bằng chỉ số ngày 1/9 nếu ngày 1/9 không phải là thứ 7 hay chủ nhật. Chỉ số của Hoa Kỳ, Pháp, Đức, Anh, Nhật ngày 25/12 (Noel) được quan niệm bằng chỉ số các nước này ngày 24/12 trước đó. Làm như thế chúng ta sẽ có đủ số liệu 781 phiên giao dịch cho cả 11 thị trường.

3. Xu hướng thị trường

Trong đồ thị trên, trục tung chỉ phần trăm biến động so với ngày tham chiếu (11/09/2006).

Bảng 1: Số ngày không giao dịch của các thị trường khi thị trường khác có giao dịch

VN-Index	DJIA30	S&P500	CAC40	DAX	FTSE100	Nikkei225	Hangseng	STI	SSI	KOSPI
37	25	25	16	18	22	45	25	35	19	37

	VN INDEX	DJIA	S&P500	CAC40	DAX	FTSE	Nikkei 225	Hangseng	STI	SSI	K
VN INDEX	1,000	-0,029	-0,028	0,101	0,097	0,082	0,254	0,124	0,122	0,092	
DJIA	-0,029	1,000	0,988	0,573	0.621	0,548	*0,116*	*0,263*	*0,275*	*0,047*	
S&P500	-0,028	0,988	1,000	0,580	0,625	0,554	*0,113*	*0,260*	*0,277*	*0,048*	
CAC40	0,101	0,573	0,580	1,000	0.917	0,941	*0,404*	*0,418*	*0,439*	*0,164*	
DAX	0,097	0,621	0,625	0,917	1.000	0,872	*0,381*	*0,422*	*0,436*	*0,164*	
FTSE	0,082	0,548	0,554	0,941	0.872	1,000	*0,412*	*0,424*	*0,453*	*0,149*	
Nikkei 225	0,254	*0,116*	*0,113*	*0,404*	*0,381*	*0,412*	1,000	0,656	0,569	0,288	
Hangseng	0,124	*0,263*	*0,260*	*0,418*	*0,422*	*0,424*	0,656	1,000	0,746	0,465	
STI	0,122	*0,275*	*0,277*	*0,439*	*0,436*	*0,453*	0,569	0,746	1,000	0,317	
SSI	0,092	*0,047*	*0,048*	*0,164*	*0,164*	*0,149*	0,288	0,465	0,317	1,000	
KOSPI	0,139	*0,222*	*0,220*	*0,377*	*0,418*	*0,387*	0,697	0,685	0,648	0,332	

Chỉ số VN-Index được bôi đậm nhất. Chỉ số có biến động cao hơn 350% là chỉ số SSI của Thượng Hải. Ngoại trừ chỉ số VN-Index, SSI và Hangseng (cao thứ 3 lúc ở đỉnh) là biến động đặc biệt, tất cả các chỉ số khác có xu hướng khá giống nhau – tăng trưởng trong 1,5 năm và giảm từ 1,5 năm nay, từ khi có khủng hoảng. Các thị trường các nước G7 vẫn chưa khôi phục được mức 3 năm trước đây, còn các nước tương đối nhỏ ở Châu Á đã vượt qua mức của 3 năm trước. Song quan trọng nhất là hầu hết các thị trường đều có xu hướng biến động khá giống nhau, thể hiện trên đồ thị. Tính chất này sẽ được kiểm tra một cách chính xác hơn sau đây.

4. Quan hệ giữa các thị trường

Kiểm tra hệ số tương quan suất sinh lợi của các thị trường giai đoạn 3 năm 2006-2009:

Các thị trường có quan hệ rất chặt chẽ với nhau. Tại các thị trường các nước phát triển Âu – Mỹ hệ số tương quan lên đến trên +0,5, nghĩa là hơn 50% số phiên cùng tăng hoặc cùng giảm. Tuy nhiên một điều lạ là các thị trường châu Á có quan hệ không chặt với các thị trường Âu-Mỹ (xem các số in nghiêng, đậm). Ví dụ thị trường Nhật chỉ có hệ số tương quan +0.11 đối với thị trường Hoa Kỳ. Vấn đề nằm ở chỗ lệch giờ giao dịch. Khi thị trường Nhật Bản chấm dứt giao dịch thì thị trường Hoa Kỳ mới mở cửa. Nếu thị trường Nhật bản ảnh hưởng đến thị trường Mỹ thì hệ số này phải có trị số cao. Ngược lại, nếu tin tức từ thị trường Hoa Kỳ ảnh hưởng mạnh đến thị trường Nhật thì ảnh hưởng đó sẽ chỉ tác dụng đến thị trường Nhật Bản ngày hôm sau. Làm lại bảng trên đây, trong đó các quan hệ giữa thị trường Âu-Mỹ và thị trường Châu Á lệch 1 ngày (Âu-Mỹ ngày N, Châu Á ngày N+1) ta có kết quả như bảng 3.

Bảng 3 cho thấy: Thị trường Nhật Bản hôm nay đồng thuận với các nước Âu-Mỹ ngày hôm qua nhiều hơn so với sự đồng thuận của Nhật với thị trường Âu-Mỹ tính cùng ngày. Nhật Bản đồng thuận đến 61% với thị trường Mỹ hôm qua. Rõ ràng là tin tức từ Mỹ đến Nhật ảnh hưởng đến thị trường mạnh hơn tin tức đi theo chiều ngược lại từ Nhật đến Mỹ. Các thị trường khác thuộc Châu Á có hệ số tương quan ngày N:N+1 với Hoa Kỳ lớn hơn cặp ngày N:N. Tuy nhiên các

Bảng 2: Hệ số tương quan suất sinh lợi 3 năm giữa các chỉ số cùng ngày giao dịch

	VN INDEX	DJIA	S&P500	CAC40	DAX	FTSE	Nikkei 225	Hangseng	STI	SSI	KOSPI
VN INDEX	1,000	0,305	0,306	0,305	0,320	0,305	0,254	0,124	0,122	0,092	0,139
DJIA	0,305	1,000	0,988	0,573	0,621	0,548	**0,612**	**0,382**	**0,327**	**0,167**	**0,358**
S&P500	0,306	0,988	1,000	0,580	0,625	0,554	**0,619**	**0,400**	**0,350**	**0,173**	**0,374**
CAC40	0,305	0,573	0,580	1,000	0,917	0,941	**0,472**	**0,275**	**0,233**	**0,117**	**0,274**
DAX	0,320	0,621	0,625	0,917	1,000	0,872	**0,496**	**0,276**	**0,235**	**0,117**	**0,254**
FTSE	0,305	0,548	0,554	0,941	0,872	1,000	**0,463**	**0,285**	**0,213**	**0,145**	**0,273**
Nikkei 225	0,254	**0,612**	**0,619**	**0,472**	**0,496**	**0,463**	1,000	0,656	0,569	0,288	0,697
Hangseng	0,124	**0,382**	**0,400**	**0,275**	**0,276**	**0,285**	0,656	1,000	0,746	0,465	0,685
STI	0,122	**0,327**	**0,350**	**0,233**	**0,235**	**0,213**	0,569	0,746	1,000	0,317	0,648
SSI	0,092	**0,167**	**0,173**	**0,117**	**0,117**	**0,145**	0,288	0,465	0,317	1,000	0,332
KOSPI	0,139	**0,358**	**0,374**	**0,274**	**0,254**	**0,273**	0,697	0,685	0,648	0,332	1,000

Bảng 3: Hệ số tương quan suất sinh lợi 3 năm giữa các chỉ số lệch ngày giao dịch (các nước G7- ngày N và các nước khác ngày N+1)

	VN INDEX	DJIA	S&P500	CAC40	DAX	FTSE	Nikkei 225	Hangseng	STI	SSI	KOSPI
VN INDEX	1,000	0,305	0,306	0,305	0,320	0,305	0,254	0,124	0,122	0,092	0,139
DJIA	0,305	1,000	0,988	0,573	0,621	0,548	**0,612**	**0,382**	**0,327**	**0,167**	**0,358**
S&P500	0,306	0,988	1,000	0,580	0,625	0,554	**0,619**	**0,400**	**0,350**	**0,173**	**0,374**
CAC40	0,305	0,573	0,580	1,000	0,917	0,941	**0,472**	**0,275**	**0,233**	**0,117**	**0,274**
DAX	0,320	0,621	0,625	0,917	1,000	0,872	**0,496**	**0,276**	**0,235**	**0,117**	**0,254**
FTSE	0,305	0,548	0,554	0,941	0,872	1,000	**0,463**	**0,285**	**0,213**	**0,145**	**0,273**
Nikkei 225	0,254	**0,612**	**0,619**	**0,472**	**0,496**	**0,463**	1,000	0,656	0,569	0,288	0,697
Hangseng	0,124	**0,382**	**0,400**	**0,275**	**0,276**	**0,285**	0,656	1,000	0,746	0,465	0,685
STI	0,122	**0,327**	**0,350**	**0,233**	**0,235**	**0,213**	0,569	0,746	1,000	0,317	0,648
SSI	0,092	**0,167**	**0,173**	**0,117**	**0,117**	**0,145**	0,288	0,465	0,317	1,000	0,332
KOSPI	0,139	**0,358**	**0,374**	**0,274**	**0,254**	**0,273**	0,697	0,685	0,648	0,332	1,000

thị trường này hôm nay sẽ đồng thuận với thị trường Châu Âu ngày hôm nay nhiều hơn sự đồng thuận với Châu Âu ngày hôm qua. Lý do của việc này chủ yếu mang tính chất địa lý như sau: Khi thị trường các nước Châu Á đóng cửa thì thị trường Hoa Kỳ vẫn chưa mở cửa nên các nhà đầu tư (NĐT) Châu Á phải tham chiếu thị trường Hoa Kỳ ngày hôm trước do vậy hệ số tương quan N:N+1 giữa Châu Á và Hoa Kỳ cao. Trong khi đó, thị trường Châu Âu mở cửa khi thị trường châu Á vào đầu giờ chiều, do vậy các NĐT châu Á vẫn còn cơ hội phản ứng với xu hướng thị trường Châu Âu trong cùng ngày – giá đóng cửa châu Á phản ánh phần nào diễn biến giữa phiên tại Châu Âu. Điều này giải thích đa số các cặp tương quan N:N+1 giữa Châu Á và Châu Âu thấp hơn các cặp tương quan N:N cùng đối tượng.

5. Quan hệ giữa thị trường Việt Nam và các thị trường khác

Bảng 4 cho thấy hệ số tương quan giữa thị trường Việt Nam và các thị trường khác trên thế giới tính cùng ngày khá thấp, thậm chí có giá trị âm (biến đổi nghịch chiều) trong 9/30 trường hợp, tức 30% trường hợp. Nói khác đi trong khi giao dịch các NĐT không căn cứ trên biến động của thị trường khác trong ngày. Một lý do khác là chênh lệch giờ: khi thị trường Việt Nam đóng cửa (11h00 giờ Hà Nội) thì tất cả các thị trường Âu-Mỹ đều chưa mở cửa. Khi đó các thị trường châu Á đã mở cửa. Tương quan giữa các thị trường này với thị trường Việt Nam ở mức vài % trong 2 năm đầu đã tăng lên +20%, +30% từ cuối 2008 đến nay.

Tình hình khác hẳn khi chuyển sang đối chiếu xu hướng tương quan suất sinh lợi thị trường Việt Nam ngày hôm nay và suất sinh lợi các thị trường khác ngày hôm qua (N:N+1). Khi thị trường Việt Nam mở cửa tất cả các thị trường Âu-Mỹ còn đang đóng cửa. Khi thị trường Việt Nam đóng cửa tất cả các thị trường Âu-Mỹ vẫn chưa mở cửa. Các NĐT chỉ còn cách phản ứng với thị trường Âu-Mỹ ngày hôm trước. Do vậy hệ số tương quan N:N+1 cao hơn rất nhiều so với hệ số tương quan N:N. Điều này đặc biệt rõ nét đối với khoảng thời gian từ tháng 9/2008 đến nay. Tất cả hệ số tương quan giữa thị trường Việt Nam và các thị trường Âu-Mỹ lên đến trên +0,4. Kiểm định thống kê đối với các hệ số tương quan khẳng định quan hệ thuận này ở mức sai số <1%.

Bảng 4: Hệ số tương quan suất sinh lợi giữa các thị trường Việt Nam và các thị trường cùng ngày giao dịch

	VN INDEX	DJIA	S&P 500	CAC40	DAX	FTSE 100	Nikkei 225	Hang seng	STI	SSI	KOSPI
Năm 1	1,000	-0,014	-0,019	0,018	0,004	-0,016	0,095	0,018	0,032	0,008	0,028
Năm 2	1,000	-0,143	-0,140	-0,038	0,001	-0,044	0,069	0,027	-0,001	-0,009	0,000
Năm 3	1,000	0,004	0,004	0,189	0,163	0,172	0,396	0,212	0,214	0,208	0,242

Bảng 5: Hệ số tương quan suất sinh lợi giữa thị trường Việt Nam và các thị trường lệch ngày giao dịch (Việt Nam – ngày N và các nước khác ngày N+1)

	VN INDEX	DJIA	S&P500	CAC40	DAX	FTSE100	Nikkei 225	Hangseng	STI	SSI	KOSPI
Năm 1	0,274	0,104	0,096	0,209	0,207	0,229	0,181	0,132	0,196	0,077	0,145
Năm 2	0,436	0,055	0,064	0,131	0,165	0,112	0,134	0,145	0,041	0,049	0,079
Năm 3	0,278	0,475	0,472	0,426	0,435	0,435	0,244	0,328	0,348	0,154	0,286

Với thị trường Hoa Kỳ là một ví dụ điển hình. Hệ số tương quan giữa thị trường Việt Nam hôm nay và thị trường Mỹ hôm qua vào khoảng +0,472 đến +0,475. Điều đó có nghĩa là trong 100 phiên có đến 47-48 phiên thị trường Việt Nam phản ứng thuận chiều với thị trường Mỹ. Điều đó cũng có nghĩa là 52-53 phiên khác có xu hướng không rõ ràng. Khó có thể nói thị trường Việt Nam hoàn toàn phản ứng theo thị trường Mỹ. Nói khác đi, thị trường Việt Nam có theo thị trường Mỹ nhưng ở mức khá giới hạn, chỉ 47% thôi. Nếu chúng ta xem lại bảng 1 sẽ thấy trong các nước G7, thị trường chứng khoán tương quan ở mức rất cao, thông thường trên 0,5, cá biệt quan hệ giữa thị trường Pháp và Đức lên đến +0,917, giữa Pháp và Anh là +0,941, nghĩa là trong năm giữa Anh và Pháp chỉ có 15 phiên (trên tổng cộng 250 phiên) biến đổi theo hướng khác nhau (nghịch chiều hoặc 1 bên đứng im).

Quan hệ giữa thị trường Việt Nam và thị trường Châu Á không thuần nhất và không rõ ràng. Thị trường Việt Nam phản ứng với thị trường Nhật hôm nay nhiều hơn hôm qua, do Nhật mở cửa thị trường sớm và có một số quỹ đầu tư Nhật đang hoạt động tích cực tại Việt Nam. Thị trường Việt Nam phản ứng với các thị trường các nước khác ngày hôm qua nhiều hơn hôm nay. Trong đó, rõ ràng nhất là quan hệ khá lỏng lẻo giữa thị trường Việt Nam và thị trường Thượng Hải. Hệ số tương quan 15,4% cho thấy ít có ai kinh doanh cùng lúc trên 2 thị trường TP. Hồ Chí Minh và Thượng Hải, nếu có thì cũng không kinh doanh tích cực lắm.

Một vài nguyên nhân của sự đồng thuận trên: Thứ nhất, thị trường Việt Nam hiện có nhiều quỹ nước ngoài, hầu hết có nguồn gốc từ Châu Âu và Bắc Mỹ, tham gia với 2 tư cách – là NĐT và là người góp vốn vào các tổ chức phát hành, nhất là các tổ chức phát hành chứng chỉ quỹ đóng, đang niêm yết. Sau gần 10 năm hoạt động, tổng tài sản của các quỹ nước ngoài tại Việt Nam không dưới ¼ giá trị vốn hóa thị trường. Một khi thị trường Âu-Mỹ giảm giá thì tài sản của các NĐT này tại Việt Nam cũng giảm theo. Bên cạnh đó, vì là NĐT có thể kinh doanh tại 2 thị trường nên các quỹ nước ngoài này hoàn toàn có thể điều chỉnh danh mục tại Việt Nam (mua hoặc bán) ngay sau khi có kết quả kinh doanh ngày hôm trước tại Âu-Mỹ. Thứ hai, kinh tế Việt Nam đã trở thành một nền kinh tế mở, những biến động thị trường chứng khoán các nước trên thế giới được suy diễn thành những triển vọng kinh tế của những nước này và được suy diễn tiếp theo thành cơ hội và thách thực đối với xuất nhập khẩu với Việt Nam, hoặc thành cơ hội đầu tư tại Việt Nam. Thứ ba, trước khủng hoảng kinh tế, các NĐT Việt Nam thường quan tâm đến sức khỏe tài chính của tổ chức phát hành nhiều hơn biến động kinh tế vĩ mô. Khủng hoảng kinh tế với hậu quả kinh doanh chứng khoán quá nặng nề giúp các NĐT nhận thức lại một cách sâu sắc hơn mức độ ảnh hưởng của kinh tế vĩ mô, kinh tế toàn cầu đến thị trường chứng khoán, dù là thị trường chứng khoán nhỏ và kém hiệu quả như thị trường Việt Nam. Thứ tư, sở dĩ sự đồng thuận này khá hạn chế là vì thị trường còn bị chi phối của rất nhiều yếu tố kinh tế vĩ mô và vi mô khác. Ngay bảng 5, cột thứ 2 cũng cho thấy một nhân tố khác chi phối thị trường – đó là hệ số tự tương quan của thị trường Việt Nam khá cao, +0,436 năm trước và +0,278 hiện nay. Nói khác đi, chỉ số VN-Index hôm nay bị ảnh hưởng đáng kể bởi chỉ số VN-Index ngày hôm qua.

Kết luận

Năm 2009, biến động ngày hôm nay của thị trường chứng khoán Việt Nam đồng thuận với thị trường chứng khoán thế giới ngày hôm qua nhiều hơn nhiều so với 2 năm trước đây. Tuy nhiên hệ số tương quan của sự đồng thuận này chỉ dừng ở mức hơn +0,4 với các nước Âu-Mỹ và trong khoảng từ +0,2 đến +0,3 đối với các nước Châu Á. Nghĩa là chỉ có khoảng 30-40% trường hợp thị trường Việt Nam biến đổi thuận chiều với các thị trường này. Do vậy các NĐT không nên quá đề cao dẫn đến tuyệt đối hóa, bị ám ảnh bởi quan hệ này trong nhận định thị trường vào mỗi buổi sáng, khi thị trường chuẩn bị mở cửa. Nguyên nhân của sự đồng thuận này có rất nhiều và việc xác định nhân tố nào có ý nghĩa quan trọng tạo ra sự đồng thuận còn là một vấn đề cần phải có những nghiên cứu tiếp theo■

Tài liệu tham khảo:

[1] *Nguồn số liệu về các chỉ số lấy trên trang web của Yahoo!Finance (địa chỉ: http://finance.yahoo.com/intlindices?e=americas), số liệu chỉ số Vn-Index lấy trên thị trường chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. Thời gian tham chiếu là 3 năm (11/09/2006-10/09/2009). Tất cả các bảng và đồ thị đều tính toán từ 2 nguồn này.*

[2] *http://www.hsx.vn/ ngày 11/09/2009*