

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN GIÁ CHỨNG KHOÁN TẠI TP.HCM

TS. Phan Đình Nguyên
ThS. Tống Trang Châu
Trường ĐH Kỹ thuật Công nghệ TP.HCM

Tóm tắt: Bài viết này nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến giá chứng khoán niêm yết trên sàn chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (HOSE) bằng việc sử dụng mô hình VAR và phương trình đồng liên kết. Kết quả nghiên cứu cho thấy, trong ngắn hạn thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam là một thị trường thông tin yếu khi các biến vĩ mô ít ảnh hưởng đến giá chứng khoán trong ngắn hạn ngoại trừ giá dầu, cung tiền, lãi suất và chỉ số MSCI. Tuy nhiên, trong dài hạn TTCK Việt Nam lại có mối tương quan với các biến số vĩ mô cơ bản.

Từ khóa: Nhân tố, ảnh hưởng, giá chứng khoán, HOSE.

Đặt vấn đề

TTCK là một trong những kênh huy động vốn quan trọng nhất của các công ty, giúp các công ty có thể niêm yết công khai, tăng thêm vốn để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Đồng thời, TTCK được coi là một chiếc phong vũ biểu của nền kinh tế. Lịch sử đã chỉ ra rằng, giá cổ phiếu và các loại tài sản tài chính khác là một phần quan trọng của hoạt động kinh tế và nó có thể gây ảnh hưởng hoặc là một thước đo đánh giá kỳ vọng của xã hội.

Đổi mới kinh tế năm 1986 đã giúp Việt Nam nhận thức được vai trò quan trọng của TTCK. Vì vậy, vào năm 2000 Việt Nam đã thiết lập TTCK và kể từ đó TTCK Việt Nam không ngừng trưởng thành và phát triển. Sự trưởng thành của thị trường được thể hiện sinh động qua nhiều con số. So với cách đây 12 năm, quy mô thị trường hiện tăng trên 50 lần, vốn hóa năm đầu tiên dưới 1% GDP, nhưng cuối năm 2011 đạt gần 27%. Khối lượng giao dịch cũng tăng 30-40 lần so với năm đầu tiên giao dịch, 2000. Trong năm 2000, thị trường hoạt động chỉ hơn 10 doanh nghiệp, nay tăng lên gần 800 doanh nghiệp (Tiền Hải, 2012).

Năng lực huy động vốn của TTCK thực sự là điểm đáng chú ý với gần 700.000 tỷ đồng

huy động cho nền kinh tế qua 12 năm, đỉnh cao là năm 2007 đạt 127.000 tỷ đồng. Luồng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài có thời điểm cao nhất lên đến 12 tỷ USD, nay khoảng 6,7 tỷ USD, góp phần cân bằng cán cân thanh toán, cũng như gia tăng sức hấp dẫn của môi trường đầu tư Việt Nam trong con mắt nhà đầu tư quốc tế (Lan Hương, 2012).

Những biến động của TTCK Việt Nam làm cho các nhà phân tích nảy sinh nhu cầu tìm kiếm các yếu tố ảnh hưởng giải thích cho những biến động đó. Các biến số vĩ mô luôn là quan tâm hàng đầu để phân tích nguyên nhân của các biến động trong TTCK. Kết hợp phương pháp quan sát thực nghiệm và lý thuyết đã được nghiên cứu ở các quốc gia khác về ảnh hưởng của các biến vĩ mô đến tỷ suất sinh lợi chứng khoán, đồng thời mở rộng các nghiên cứu ở thị trường Việt Nam, nhóm tác giả quyết định thực hiện nghiên cứu “Các nhân tố ảnh hưởng đến giá chứng khoán tại Tp. Hồ Chí Minh”, cụ thể là các biến số vĩ mô. Nghiên cứu này góp phần trong việc đa dạng hóa phương pháp lựa chọn danh mục đầu tư ngoài bằng hai phương pháp truyền thống là phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật cho các nhà đầu tư; đồng thời giúp cho các nhà hoạch định chính sách có thêm cơ sở cho việc ra quyết định các chính sách để

phát triển thị trường vốn trong tương lai để trở thành kênh huy động vốn hiệu quả cho các doanh nghiệp.

Cơ sở lý thuyết về các nhân tố ảnh hưởng đến giá chứng khoán

Có rất nhiều nhân tố ảnh hưởng tới giá chứng khoán, đặc biệt là các nhân tố như: chỉ số sản xuất công nghiệp (IPI), chỉ số giá tiêu dùng (CPI), cung tiền M_2 , tỷ giá, lãi suất, giá dầu và chỉ số MSCI. Sự ảnh hưởng của các nhân tố này tới giá chứng khoán được phân tích như sau:

Về chỉ số sản xuất công nghiệp, chỉ số sản xuất công nghiệp đại diện cho hoạt động kinh tế. Lý thuyết cho rằng chỉ số sản xuất công nghiệp gia tăng trong giai đoạn nền kinh tế đang tăng trưởng và chỉ số sản xuất công nghiệp giảm sút thời gian kinh tế suy thoái. Do đó, sự thay đổi trong chỉ số sản xuất công nghiệp là dấu hiệu sự thay đổi nền kinh tế. Công suất sản xuất của một nền kinh tế sẽ gia tăng trong suốt thời gian kinh tế tăng trưởng và đem lại tăng trưởng dòng tiền kỳ vọng trong tương lai. Vì vậy, mối tương quan giữa chỉ số sản xuất công nghiệp và tỷ suất sinh lợi là đồng biến. Trong năm 2009 chỉ số sản xuất công nghiệp có quan hệ đồng biến với VN-Index và kết quả này cũng giống nghiên cứu thực nghiệm của Husainey và Le (2009); Tunah (2010). Tuy nhiên, từ thời điểm tháng 4/2010 đến tháng 6/2012, ta lại thấy mối quan hệ nghịch biến giữa hai chỉ số này. Trong khi chỉ số sản xuất công nghiệp vẫn tiếp tục tăng thì VN-Index lại giảm.

Về chỉ số giá tiêu dùng (CPI), nhìn về mặt tổng thể có mối tương quan nghịch giữa giá chứng khoán và chỉ số giá tiêu dùng. Khi lạm phát cao làm cho chi phí sử dụng vốn của các doanh nghiệp tăng lên, nên lợi nhuận các doanh nghiệp giảm đi. Cầu đối với cổ phiếu giảm do khi lạm phát cao sẽ dẫn đến lãi suất cao, lợi nhuận từ kênh đầu tư cổ phiếu giảm đi trong khi rủi ro tăng lên. Điều này có thể sẽ

làm cho giá chứng khoán giảm mạnh do một đợt thoát khỏi thị trường như nhận định của nhà nghiên cứu Menike (2006). Tuy nhiên, Kandir (2008) cho rằng có mối quan hệ cùng chiều giữa suất sinh lợi của chứng khoán và lạm phát bởi vì khi lạm phát gia tăng, thị trường vốn có xu hướng chống lại tác động của lạm phát.

Về tăng trưởng cung tiền M_2 , lý thuyết tiền tệ cho rằng sự thay đổi cung tiền sẽ ảnh hưởng đến giá của các tài sản trong danh mục đầu tư. Quan điểm này cũng tương đồng với nghiên cứu của Thaker và các tác giả (2009). Tuy nhiên, bên cạnh đó chúng ta cũng thấy một lập luận trái ngược lại là khi cung tiền tăng lên sẽ giúp cho lãi suất giảm đi và các doanh nghiệp có nhiều khả năng tiếp cận với nguồn vốn rẻ hơn. Điều này sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp gia tăng sản xuất và tăng doanh thu, giúp cho giá chứng khoán của các doanh nghiệp tăng lên. Nhận định này cũng tương đồng với nghiên cứu của Bilson và các tác giả (2001) và Tunah (2010). Mặc dù các nghiên cứu trước đây cho thấy có sự tương quan mạnh giữa hai chỉ số này nhưng cũng có những nghiên cứu như Menike (2006) và Kandir (2008), kết luận rằng tương quan rất yếu hoặc không có tương quan giữa cung tiền M_2 và chỉ số giá chứng khoán.

Về thay đổi tỷ giá, tỷ giá có tác động tới thị trường tài chính và hoạt động doanh nghiệp. Khi tỷ giá tăng, giá trị đồng nội tệ giảm, sẽ thúc đẩy hoạt động của các doanh nghiệp tăng xuất khẩu, dẫn đến cổ phiếu tăng. Biến động tỷ giá hối đoái có tác động tới TTCK khi có các nguồn vốn nước ngoài được đầu tư vào TTCK. Biến động mạnh của tỷ giá hối đoái sẽ khiến các nhà đầu tư nước ngoài rút khỏi thị trường, làm giá chứng khoán giảm. Quan hệ nghịch biến là mối quan hệ khá rõ mà ta thấy trong suốt thời kỳ nghiên cứu. Nhận định này cũng được những tác giả Menike (2006), Kandir (2008), Bilson và các tác giả (2010) tìm thấy ở các thị trường khác nhau.

Về thay đổi lãi suất, lý thuyết kinh tế dự báo rằng lãi suất trong ngắn hạn và dài hạn có thể ảnh hưởng tiêu cực đến giá của chứng khoán. Quan hệ giữa lãi suất và giá chứng khoán là ngược chiều. Nếu lãi suất thị trường cao hơn lãi suất đầu tư chứng khoán thì giá chứng khoán giảm. Lãi suất cao sẽ làm cho khả năng tiếp cận nguồn vốn của doanh nghiệp trở nên khó khăn hơn, đồng thời cũng làm cho lợi nhuận doanh nghiệp giảm đi, làm cho các nhà đầu tư e ngại hơn khi đầu tư vào kênh TTCK, vì các kênh gửi tiết kiệm, mua trái phiếu đem lại lợi nhuận cao hơn với rủi ro thấp hơn. Điều này có thể sẽ làm cho giá chứng khoán giảm như các nghiên cứu của Menike (2006), Kandir (2008) và Tunah (2010).

Về biến động giá dầu thế giới, dầu là một trong những nguyên liệu chính cho các hoạt động kinh tế. Giá dầu thay đổi có tác động rất lớn đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đặc biệt là ngành vận tải, cũng như đời sống của người dân. Do đó, khi giá dầu tăng có thể là nguyên nhân làm cho giá nguyên liệu đầu vào của các ngành tăng lên. Số liệu cho thấy giá dầu thô có những biến động khá tương đồng với VN-Index trong suốt một thời gian dài từ tháng 8/2008-6/2012. Điều này tương đồng với nghiên cứu của Tunah (2010). Về chỉ số chứng khoán châu Á Thái Bình Dương (MSCI), bài nghiên cứu này kiểm tra các tác động từ thị trường tài chính ở ngoài Việt Nam ảnh hưởng đến TTCK Việt Nam như thế nào, qua đó đánh giá sự hội nhập của Việt Nam vào nền kinh tế thế giới. Husainey và Le (2009) cho rằng Việt Nam đã hội nhập sâu vào nền thị trường thế giới. Số liệu cho thấy đường chỉ số MSCI và đường VN-Index biến động khá tương đồng với nhau trong suốt giai đoạn nghiên cứu, 2006-2012. Điều này cũng phù hợp với nhận định của Kandir (2008), Husainey và Le (2009). Họ sử dụng chỉ số S&P 500 và cho thấy giá chứng khoán Việt Nam cùng chiều với chỉ số S&P 500. Đồng thời, cũng thể hiện một điều khá rõ là Việt Nam đang từng bước hội nhập sâu hơn vào thị trường rộng lớn thế giới.

Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu

Về dữ liệu, các biến giá dầu và MSCI sử dụng nguồn dữ liệu của Bloomberg. Các dữ liệu tỷ giá và lãi suất lấy từ thông tin Ngân hàng Nhà nước. Dữ liệu tăng trưởng cung tiền M_2 được lấy từ IMF. Các biến vĩ mô còn lại sử dụng dữ liệu Việt Nam từ Tổng cục Thống kê. Giá chứng khoán, VN-Index lấy từ HOSE. Tất cả các dữ liệu, ngoại trừ biến lãi suất (IR), được tính theo hàm log và dữ liệu được lấy theo tháng từ tháng 01/2006 đến tháng 7/2012.

Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng mô hình tự hồi quy véc tơ (VAR). Mô hình VAR là mô hình véc tơ các biến số tự hồi quy. Mỗi biến số phụ thuộc tuyến tính vào các giá trị trễ của biến số này và giá trị trễ của các biến số khác. Từ mô hình VAR, mô hình nghiên cứu của nhóm tác giả được xây dựng như sau:

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p A_i Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

Trong đó: Y_t là một véc tơ 8×1 gồm 7 biến số vĩ mô (VNI, IPI, CPI, M_2 , EXC, IR, OIL, MSCI) và chỉ số giá chứng khoán, VN-Index; A_i là một ma trận các hệ số 8×8 ; ε_t là một véc tơ nhiễu trắng (white noise) 8×1 ; p là số độ trễ; β_0 là hệ số chặn, nghĩa là nó chịu ảnh hưởng mặc định khi không có 7 nhân tố kia.

Bên cạnh đó, việc hồi quy các chuỗi thời gian không dừng thường dẫn đến hồi quy giả mạo. Kết hợp tuyến tính dừng được gọi là phương trình đồng liên kết và có thể được giải thích như mối quan hệ cân bằng dài hạn giữa các biến trong mô hình. Ta có phương trình đồng liên kết tổng quát như sau :

$$VNI = \beta_0 + \beta_1 OIL + \beta_2 MSCI + \beta_3 M_2 + \beta_4 IPI + \beta_5 EXC + \beta_6 CPI + \beta_7 IR$$

Bảng 1: Tổng hợp các biến sử dụng trong mô hình

Tên biến	Ký hiệu	Cách tính	Nguồn
Giá chứng khoán – chỉ số VN-Index	VNI	VNI _t = ln(VNI _t)	HOSE
Chỉ số sản xuất công nghiệp	IPI	IPI _t = ln(IPI _t)	GSO
Chỉ số giá tiêu dùng	CPI	CPI _t = ln(CPI _t)	GSO
Tăng trưởng cung tiền	M ₂	M _t = ln(M _t)	IMF
Biến động giá dầu	OIL	OIL _t = ln(OIL _t)	Bloomberg
Thay đổi tỷ giá VND/USD	EXC	EXC _t = ln(EXC _t)	SBV
Lãi suất huy theo tháng	IR	IR	SBV
Chỉ số chứng khoán châu Á Thái Bình Dương	MSCI	MSCI=ln(MSCI _t)	Bloomberg

Để kiểm định tính dừng, nhóm tác giả sử dụng kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF). Dựa vào giá trị tuyệt đối của kiểm định ADF và giá trị tuyệt đối của Mackinnon để nhóm tác giả xác định được chuỗi dữ liệu có dừng hay không. Kiểm định ADF dựa trên công thức sau:

$$\Delta y_t = \alpha + \beta t + \gamma y_{t-1} + \delta_1 \Delta y_{t-1} + \dots + \delta_p - 1 \Delta y_{t-p+1} + \epsilon_t$$

Trong đó: α là hằng số, β là hệ số tương quan xu hướng thời gian, p là độ trễ của các biến và y là chuỗi thời gian được kiểm định.

Để xác định được độ trễ tối ưu cho các biến, nhóm tác giả sử dụng các chỉ số Akaike Info Criteria (AIC), Schwarz information criterion (SIC). Chỉ số AIC, SIC được tính theo công thức sau:

$$SIC = \ln[n]/c - 2\ln[L_{max}]$$

$$AIC_c = \left(\frac{2n}{n-k-1} \right) k - 2\ln[L_{max}]$$

Trong đó: L_{max} là giá trị lớn nhất log-Likelihood được xác định từ mô hình, k là số biến độc lập và n là số lượng mẫu.

Khi các số liệu AIC và SIC không có sự đồng thuận trong kết quả (AIC, SIC cho các độ trễ khác nhau) thì nhóm tác giả sẽ thực hiện LM test đối với các phần dư để xác định các độ trễ phù hợp nhất.

Để xác định mối quan hệ giữa các biến trong dài hạn, nhóm tác giả sử dụng kiểm định Johansen-Juslius Contegration cho hai biến và sau đó sẽ sử dụng Johansen-Juslius cho nhiều biến. Phương thức kiểm định Johansen (1988) và Johansen-Juslius (1990) sẽ cung cấp cho chúng ta hai kiểm định là kiểm định giá trị riêng cực đại (Maximum Eigenvalue Test) và kiểm định trượt (Trace Test) để xác định số lượng véc tơ đồng liên kết (r).

Kết quả nghiên cứu

Các kiểm định

Để thực hiện các kiểm định, nhóm tác giả sử dụng phần mềm Eviews và có kết quả như sau:

Bảng 2: Kết quả kiểm định tính dừng

Biến sử dụng	Giá trị t-	Giá trị P	Sai phân bậc 1	Giá trị P	Biến sử dụng
VN-Index	-2,1866	0,2128	-6,2653	0,0000	I(1)
CPI	-0,3512	0,9113	-3,7954	0,0044	I(1)
Tỷ giá	-0,0252	0,9529	-9,0793	0,0000	I(1)
Giá dầu	-2,3364	0,1634	-6,2035	0,0000	I(1)
Lãi suất	-1,8357	0,3608	-7,6812	0,0000	I(1)
M ₂	-2,2392	0,1944	-8,5404	0,0000	I(1)
Chỉ số sản xuất công nghiệp	0,0619	0,9607	-8,5881	0,0000	I(1)
Chỉ số MSCI	-2,1695	0,219	-6,8559	0,0000	I(1)

Nguồn: Tác giả trích xuất từ Eviews

Bảng 3: Kiểm định xác định độ trễ theo các tiêu chuẩn

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	648,7349	NA	0,0000	-17,5544	-17,3034	-17,4544
1	1327,4230	1190,0280*	1,61e-25*	-34,3951*	-32,13606*	-33,4949*
2	1393,1630	100,8614	0,0000	-34,4428	-30,1757	-32,7423
3	1454,7340	80,9708	0,0000	-34,3763	-28,1011	-31,8755
4	1512,2350	63,0150	0,0000	-34,1982	-25,9149	-30,8972
5	1571,1270	51,6313	0,0000	-34,0583	-23,7669	-29,9570
6	1674,3280	67,8577	0,0000	-35,1323	-22,8328	-30,2307

Ghi chú: Dấu * thể hiện độ trễ được đề nghị theo tiêu chuẩn lựa chọn tương ứng
 Nguồn: Tác giả trích xuất từ Eviews

Kết quả kiểm định ban đầu ở Bảng 2 cho thấy các chuỗi không dừng. Sau đó chuyển qua sai phân bậc 1 thì các chuỗi đều dừng. Kết quả cho thấy các biến thay đổi VN-Index, thay đổi tỷ giá, thay đổi giá dầu, lãi suất, chỉ số sản xuất công nghiệp, chỉ số MSCI, cung tiền M₂ đều có ý nghĩa thống kê tại sai phân bậc 1, I(1) với mức ý nghĩa 1%.

Bảng 3 cho thấy các tiêu chuẩn FPE, SC, HQ, LR và AIC đều có độ trễ là 1. Vì vậy, nhóm tác giả lựa chọn độ trễ là 1 cho nghiên cứu của mình.

Bảng 4: Kiểm định đồng liên kết Johansen trong mô hình đa biến

Giả thiết Họ	Giá trị Eigen	Giá trị tính toán	0,05 Giá trị cơ bản	Giá trị P.**
None *	0,9329	648,5484	159,5297	0,0000
At most 1 *	0,8435	454,0892	125,6154	0,0001
At most 2 *	0,8068	320,5598	95,7537	0,0000
At most 3 *	0,7594	202,1929	69,8189	0,0000
At most 4 *	0,4731	99,6344	47,8561	0,0000
At most 5 *	0,3371	53,4958	29,7971	0,0000
At most 6 *	0,1632	23,8994	15,4947	0,0022
At most 7 *	0,1425	11,0675	3,8415	0,0009

Ghi chú: *thể hiện bác bỏ giả thuyết H₀ ở mức 1%
 Nguồn: Tác giả trích xuất từ Eviews

Kết quả kiểm tra đồng liên kết (Johansen) ở Bảng 4 bác bỏ giả thuyết H₀ là không có quan hệ đồng liên kết nào, nghĩa là có tồn tại ít nhất một mối quan hệ đồng liên kết của các biến trong mô hình nghiên cứu.

Ngoài ra, nhóm tác giả cũng thực hiện các kiểm định về kiểm định phản ứng xung lực và phân phối chuẩn. Về kiểm định phản ứng xung lực, kết quả cho thấy giá chứng khoán phản ứng cùng chiều với giá dầu từ tháng thứ 3 đến tháng thứ 5 còn lại thì phản ứng trái chiều. Tương tự, các biến vĩ mô khác có thời gian cùng chiều và có thời gian phản ứng ngược chiều. Riêng chỉ số giá tiêu dùng luôn luôn phản ứng ngược chiều với giá chứng khoán. Về kiểm định phân phối chuẩn, kết quả cho thấy dữ liệu đáp ứng yêu cầu.

Kết quả hồi quy và thảo luận

Để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến giá trên HOSE, nhóm tác giả sử dụng phương trình đồng liên kết để phân tích dài hạn và VAR để phân tích ngắn hạn. Sử dụng phần

mềm Eviews cho kết quả hồi quy như Bảng 5 và Bảng 6.

- Trong dài hạn

Kết quả hồi quy phương trình đồng liên kết ở Bảng 5 cho thấy các biến đều có ý nghĩa thống kê ngoại trừ biến tỷ giá và lãi suất. Kết quả này được phân tích như sau:

Bảng 5: Kết quả hồi quy phương trình đồng liên kết

VNI	OIL	MSCI	M ₂	IPI	CPI	IR
1.000000	-2,0543	4,1719	0,5316	7,1537	0,1501	-4,7252
	(0,2363)	(0,2349)	(0,3411)	(1,1074)	(1,1937)	(1,2586)

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc là sai số chuẩn
 Nguồn: Tác giả trích xuất từ Eviews

Phương trình véc tơ đồng liên kết cho thấy mỗi cân bằng trong dài hạn như sau: (i) VNI có mối tương quan dương với cung tiền M₂. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Abdullah và Hayworth (1993); (ii) Trong dài hạn mối tương quan giữa IPI và giá chứng khoán là cùng chiều. Kết luận này giống kết luận của Fama (1981), Humpe và Macmillan (2007); (iii) Cũng giống với kết quả nghiên cứu của Fama (1981), Humper và Macmillan (2000), lạm phát tác động ngược chiều đến giá chứng khoán; (iv) Phù hợp với nghiên cứu của Jung và Ronald Ratti (2007), giá dầu có tác động tiêu cực đến giá chứng khoán; (v) Mối liên kết giữa thị trường Việt Nam và thị trường trong khu vực khá yếu, phù hợp với giả thuyết tương quan giữa tỷ suất sinh lợi MSCI và tỷ suất sinh lợi TTCK Việt Nam là cùng chiều.

- Trong ngắn hạn

Kết quả hồi quy theo VAR cho thấy tất cả các biến đều có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy các biến vĩ mô có tác động đến giá

chứng khoán trong ngắn hạn. Kết quả nghiên cứu này được phân tích trong Bảng 6.

Bảng 6: Kết quả ước lượng mô hình VAR

Phương trình hồi quy				R ² hiệu chỉnh
(0,1148)	(0,1733)	(0,2095)	(1,2667)	0,2207
[2,4322]	[-2,5412]	[2,9825]	[-2,3473]	
VNI = 0,2793 VNI _{t-1} - 0,4404 OIL _{t-1} + 0,6249 MSCI _{t-1} - 2,9734 IR _{t-1}				

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc () là sai số chuẩn và trong [] là giá trị tính toán t
 Nguồn: Tác giả trích xuất từ Eviews

Kết quả nghiên cứu cho thấy, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, ta có kết quả như sau: (i) Khi tăng 1% trong VN-Index có độ trễ 1 tháng sẽ làm tăng 0,2793% trong VN-Index; (ii) Khi tăng 1% trong giá dầu có độ trễ 1 tháng sẽ làm giảm 0,4404% trong VN-Index. Kết quả này khác với kết quả nghiên cứu của Tunah (2010); (iii) Giống với kết quả nghiên cứu của Husainey và Lê (2009), tăng 1% trong chỉ số MSCI có độ trễ 1 tháng sẽ làm tăng 0,6249% trong VN-Index; (iv) Chỉ số VN-Index còn bị ảnh hưởng bởi lãi suất. Sự tăng 1% trong lãi suất có độ trễ 1 tháng làm cho VNI giảm 2,9734%. Điều này giống các nghiên cứu của Menike (2006), Kandir (2008) và Tunah (2010).

Kết luận và kiến nghị

Từ kết quả phân tích có thể thấy trong ngắn hạn TTCK Việt Nam là một thị trường thông tin yếu khi các biến vĩ mô ít ảnh hưởng đến giá chứng khoán trong ngắn hạn ngoại trừ giá dầu, cung tiền, lãi suất và chỉ số MSCI. Tuy nhiên, trong dài hạn TTCK Việt Nam lại có mối tương quan với các nhân tố vĩ mô cơ bản. Do đó, trong phần kiến nghị nhóm tác giả tập trung phần lớn vào các kiến nghị trong dài hạn như sau:

Thứ nhất, ổn định các nhân tố vĩ mô nhằm hỗ trợ TTCK phát triển. Kết quả phân tích cho thấy các nhân tố vĩ mô có ảnh hưởng đến chỉ số giá chứng khoán. Việc ổn định và điều hành tốt các chính sách, kinh tế vĩ mô sẽ làm cho TTCK phát triển và bền vững bởi lẽ ổn định các nhân tố vĩ mô giúp các doanh nghiệp phát triển và nhà đầu tư chứng khoán sẽ an tâm đầu tư vào TTCK.

Thứ hai, thúc đẩy gia tăng sản lượng công nghiệp. Sản lượng công nghiệp là biến đại diện cho hoạt động kinh tế, có tác động tích cực đến chỉ số giá chứng khoán. Sản lượng công nghiệp tăng giúp TTCK phát triển. Chính vì vậy, việc gia tăng sản lượng công nghiệp sẽ góp phần làm cho TTCK phát triển và ổn định. Do đó, các giải pháp để thúc đẩy sản xuất công nghiệp bao gồm ba giải pháp: (i) Phát triển nhiều công ty sản xuất trong nước, đặc biệt là các công ty sản xuất hàng xuất khẩu và các công ty sản xuất các mặt hàng thay thế cho nhập khẩu; (ii) Thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI vào các ngành sản xuất công nghiệp nhằm tận dụng thế mạnh của Việt Nam là nguồn nhân lực giá rẻ. Do đó, cần phát huy mạnh hơn yếu tố này bằng cách nâng cao năng lực và tăng nghề cho công nhân; (iii) Phát triển các tập đoàn công nghiệp chủ lực. Các tập đoàn lớn như tập đoàn bưu chính viễn thông, tiến đến phát triển mạnh các tập đoàn than khoáng sản, tập đoàn công nghệ thông tin... làm được điều này mới có thể cạnh tranh và tránh lãng phí nguồn tài nguyên trong nước khi phải xuất khẩu nguyên liệu thô cho các nước. Đồng thời gia tăng giá trị trong chuỗi “chain value” đến các sản phẩm cuối cùng làm gia tăng giá trị của các sản phẩm Việt Nam.

Thứ ba, ổn định và kiềm chế lạm phát. Kết quả phân tích cho thấy chỉ số giá tiêu dùng tăng, thì lạm phát gia tăng sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến TTCK. Chính vì vậy, để phát triển TTCK cần ổn định và kiềm chế lạm phát. Để làm được điều này, chúng ta cần thực hiện các giải pháp sau: (i) Chính phủ cần thực hiện chính sách tiền tệ linh hoạt. Khi lạm phát tăng cao thì cần có các công cụ để kiềm chế lạm phát. Đồng thời, kết hợp với các công cụ tiền tệ thông qua lãi suất và tăng trưởng tín dụng tương ứng với chính sách tiền tệ mở rộng hoặc thu hẹp để kiềm chế lạm phát; (ii) Chính sách điều hành giá cả hàng hóa cũng là một trong những mục tiêu quan trọng, tránh những cú sốc trong nguồn cung, đặc biệt là việc điều hành giá các mặt hàng chủ lực như xăng dầu, giá vàng, giá thép...; (iii) Thường

xuyên phân tích, so sánh giá cả nhằm ứng phó chủ động hơn với những biến động với giá cả hàng hóa trên thế giới.

Thứ tư, điều hành lãi suất. Kết quả phân tích cho thấy lãi suất tác động đến chỉ số giá chứng khoán. Do đó, khi có sự biến động lãi suất nhà điều hành phải tính đến tác động của TTCK để từ đó đưa ra giải pháp thích hợp: (i) Khi ra quyết định về lãi suất cần tiếp cận khuynh hướng vĩ mô tổng thể và có dự báo sớm. Theo cách này thì nhà nước nên xem xét tập trung phân tích những biến động vĩ mô để đi đến nhận định về khuynh hướng của nền kinh tế sắp tới, từ đó thực hiện các biện pháp ổn

định tài chính trong dài hạn nhằm ổn định thị trường tài chính và nền kinh tế góp phần ổn định kinh tế nói chung và ổn định TTCK nói riêng; (ii) Tạo sự minh bạch trên thị trường, tránh hiện tượng che dấu thông tin hoặc cung cấp thông tin không chính xác ảnh hưởng xấu đến thị trường; (iii) Khi đưa ra các chính sách về lãi suất nên đưa ra từng giai đoạn và thay đổi từng bước, từng mức độ cụ thể, tránh trường hợp đưa ra chính sách đột ngột với mức độ lớn làm ảnh hưởng đến thị trường. Điều này ảnh hưởng không tốt đến thị trường tài chính và TTCK. Tuy nhiên, khi nhận thấy thị trường cần có sự thay đổi trong chính sách thì phải nhanh chóng ra quyết định[■]

Tài liệu tham khảo

1. Abdullah, D., A. & Hayworth, S., C. (1993). *Macroeconomics of stock price fluctuations*. *Quarterly Journal of Business and Economics*.
2. Bilson, C., Brailsford, T. & Hooper, V. (2001). *Selecting macroeconomic variables as explanatory factors of emerging stock market returns*. *Pacific-Basin Finance Journal*.
3. Fama, E., F. (1981). *Stock returns, real activity, inflation and money*. *American Economic Review*.
4. Humpe, A. & Macmillan, P. (2009). *Can macroeconomic variables explain long-term stock market movements? A comparison of the US and Japan*. *Applied Financial Economics*.
5. Husainey, K. & Le, K. N. (2009). *Impact of macroeconomic indicators on Vietnamese stock prices*. *Journal of Risk Finance Volume4, Forthcoming*.
6. Johansen, S. (1988). *Statistical Analysis of Cointegration Vectors*, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 12, No. 2-3, pp. 231-254.
7. Johansen, S. & Juselius, K. (1990). *Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration—with Applications to the Demand for Money*. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 52, No. 2, pp. 169-210.
8. Jung, W., P. & Ronald Ratti (2007). *Oil price shocks and Stock market behavior – empirical evidence for the US and European countries*
9. Kandir, S., Y. (2008). *Macroeconomic Variables, Firm Characteristics and Stock Returns: Evidence from Turkey*. *International Research Journal of Finance and Economics*.
10. Lan Hương (2012). *12 năm, chứng khoán có còn là “sòng bạc”?*. <http://vneconomy.vn/2012072701385353P0C7/12-nam-chung-khoan-co-con-la-song-bac.htm>.
11. Menike, L. (2006). *The effect of Macroeconomic Variables on Stock Price in Emerging Sri Lankan Stock Market*.
12. Mukherjee, T., K., & Naka, A. (1995). *Dynamic Relations Between Macroeconomic Variables and the Japanese Stock Market: An Application of a Vector Error Correction Model*.
13. Thaker, M., Rohilina, W., Hassama, A. & Amin, F. (2009). *Effects of macroeconomic variables on stock prices in Malaysia: An approach of error correction model*.
14. Tiền Hải (2012). *TTCK đã huy động trên 700.000 tỷ đồng vốn sau 12 năm vận hành*. http://ven.vn/ttck-da-huy-dong-tren-700000-ty-dong-von-sau-12-nam-van-hanh_t77c428n30519tn.aspx.
15. Tunah, H. (2010). *The analysis of relationships between macroeconomic factors and stock return: evidence from turkey using VAR model*. *International Research Journal of Finance and Economic*.