

# Tác động của thông báo chính sách tiền tệ Mỹ đến hành vi đầu tư chứng khoán tại thị trường Việt Nam

Võ Xuân Vinh  
Đặng Bửu Kiếm

Ngày nhận: 02/08/2018

Ngày nhận bản sửa: 06/09/2018

Ngày duyệt đăng: 12/11/2018

*Chính sách tiền tệ (CSTT) Mỹ không chỉ ảnh hưởng đến riêng thị trường tài chính Mỹ mà còn có tác động lớn đến kinh tế toàn cầu (Beckworth & Crowe 2017). Bài báo này nghiên cứu ảnh hưởng của CSTT Mỹ đến thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Mẫu dữ liệu gồm có 87 sự kiện công bố thông tin về lãi suất của Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) giai đoạn 2007- 2018. Nhóm tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để xem xét sự thay đổi chỉ số giá chứng khoán và hành vi giao dịch của các nhà đầu tư, bao gồm nhà đầu tư nước ngoài với sự kiện. Nghiên cứu tìm thấy bằng chứng tồn tại lợi nhuận vượt trội âm ngay trước ngày FOMC công bố giảm lãi suất. Thêm vào đó, có bằng chứng về hành vi giao dịch bán bất thường của các nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư nước ngoài xung quanh ngày sự kiện FOMC công bố tăng lãi suất. Ngoài ra, bài báo cho thấy tác động của CSTT Mỹ đến thị trường Việt Nam chỉ gây ra những hiệu ứng trong ngắn hạn.*

*Từ khóa: CSTT Mỹ, thông báo lãi suất, phản ứng thị trường, hành vi giao dịch.*

## 1. Giới thiệu

Mỹ được xem là nền kinh tế số một của thế giới, trong đó Cục Dự trữ Liên bang (Federal

Reserve System- FED) có vai trò quan trọng trong chính sách điều hành tiền tệ quốc gia và có phạm vi ảnh hưởng toàn cầu (Beckworth & Crowe 2017). Những thay đổi trong CSTT của Mỹ như là một tín hiệu cho thấy sự hồi phục,

suy thoái của nền kinh tế toàn cầu cũng như có tác động đến những lợi ích hoặc tổn hại kinh tế của các quốc gia còn lại một cách trực tiếp hoặc gián tiếp. Có rất nhiều nghiên cứu được thực hiện phân tích ảnh hưởng CSTT Mỹ đến các

yếu tố trong nền kinh tế của các quốc gia khác, các phương diện tiếp cận phổ biến như sự truyền dẫn của CSTT qua kênh lãi suất, tín dụng hoặc tài sản tài chính; hoặc tác động của CSTT Mỹ đến các yếu tố sản lượng đầu ra GDP, lạm phát của nền kinh tế. Một số các ví dụ điển hình được thực hiện nghiên cứu với đối tượng mẫu là một nhóm các quốc gia hoặc cho một quốc gia. Chẳng hạn, Kim (2001) xem xét sự truyền dẫn của các cú sốc CSTT Mỹ đến các yếu tố đầu ra của nền kinh tế các nước không phải Mỹ và G6; tương tự, Canova (2005) xem xét cho trường hợp của các nước Châu Mỹ La tinh, Neri & Nobili (2010) quan tâm đến trường hợp của các nước khu vực Châu Âu, hoặc như Ramos-Francia & García-Verdú (2014) nghiên cứu cho trường hợp tác động của cú sốc CSTT Mỹ đến nhóm các nước đang phát triển. Ở phạm vi nhỏ hơn, Weiguo & Yang (2012) phân tích tác động của các cú sốc CSTT Mỹ đến sản lượng thực của nền kinh tế và lạm phát tại Trung Quốc, hoặc Dahlhaus et al. (2018) xem xét cho trường hợp của Canada. Một cách tiếp cận khác là nghiên cứu vai trò truyền tải thông tin của CSTT Mỹ đến TTCK, điển hình như các nghiên cứu của Bredin et al. (2005); Ammer et al. (2010) và Park et al. (2018). Xét trong mối quan hệ kinh tế, Mỹ là đối tác kinh tế rất quan trọng của Việt Nam. Theo Martin (2018), thương mại giữa Mỹ và Việt Nam

được cải thiện đáng kể từ sau chính sách Đổi mới của Việt Nam 1986 và sau đó quan hệ kinh tế tiếp tục được thúc đẩy bởi chính sách bình thường hóa thương mại giữa Mỹ và Việt Nam năm 2001. Martin (2018) chỉ ra rằng, các số liệu thống kê về thương mại song phương Việt- Mỹ đã tăng từ khoảng 1,5 tỷ USD năm 2001 lên khoảng hơn 52,2 tỷ USD trong năm 2016, Việt Nam đứng thứ 12 trong số các thị trường xuất khẩu sang Mỹ và ngược lại, Việt Nam cũng là nước nhập khẩu lớn thứ 27 của Mỹ. Do đó, tác giả cho rằng, nghiên cứu về ảnh hưởng của chính sách kinh tế Mỹ, đặc biệt là CSTT đến nền kinh tế Việt Nam là điều hết sức cần thiết.

TTCK với vai trò là phong vũ biểu của nền kinh tế, do vậy, trong nghiên cứu này tác giả sẽ tiếp cận phân tích ảnh hưởng của thông báo CSTT Mỹ đến TTCK Việt Nam. Cụ thể đối tượng mà nghiên cứu này hướng đến bao gồm biến động của chỉ số giá thị trường Vn-index và khối lượng giao dịch bao gồm giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài xung quanh ngày công bố thông tin về lãi suất của FOMC.

## **2. Cơ sở lý thuyết**

Fama (1970) đặt nền móng lý thuyết đầu tiên về vai trò của thông tin đối với sự thay đổi của giá cổ phiếu trên thị trường. Lý thuyết thị trường hiệu quả dạng vừa của ông giải thích cho sự thay đổi tức thời của giá cổ phiếu đối với

thông tin vừa được công bố. Thông tin bao gồm thông tin vĩ mô như thông tin tài chính quốc tế, CSTT, lạm phát, tăng trưởng kinh tế... và thông tin vi mô như cổ tức, lợi nhuận, sản phẩm mới, dự án mới của công ty... Trong đó, các thông tin vĩ mô thường gây ra sự thay đổi với phạm vi toàn bộ thị trường trong khi thông tin vi mô chỉ ảnh hưởng đến chính doanh nghiệp đó. FED là một siêu cường tiền tệ có sức ảnh hưởng rộng lớn mà theo Beckworth & Crowe (2017), FED có thể đặt ra các điều kiện tiền tệ toàn cầu. Do vậy, các thông tin về CSTT của FED, cụ thể là thông tin thay đổi lãi suất cơ bản được xem như một trong những thông tin tài chính rất quan trọng mang ý nghĩa truyền tải thông tin về triển vọng của nền kinh tế Mỹ nói riêng và toàn cầu nói chung. Vì vậy, theo lý thuyết thị trường hiệu quả dạng vừa, thông tin thông báo điều chỉnh lãi suất cơ bản của FOMC có thể sẽ gây ra sự biến động trên TTCK và đồng thời tác động đến các hành vi giao dịch của nhà đầu tư trên thị trường. Tuy nhiên, trên thực tế, các thông tin về điều chỉnh lãi suất của FOMC được các nhà phân tích cũng như các tổ chức tài chính đưa ra các dự báo trước, và do vậy, không ngoại trừ các dự báo này có tác động đến thị trường trước khi FOMC có thông báo chính thức. Theo Sellin (2001), các nghiên cứu về ảnh hưởng của CSTT đến lợi nhuận chứng khoán bắt đầu được công bố

vào khoảng đầu thập niên 1970, ngay sau sự ra đời của lý thuyết thị trường hiệu quả Fama (1970). Tuy nhiên, các nghiên cứu trong giai đoạn này có kết quả không thống nhất về tác động của CSTT đến TTCK. Một nhóm các nghiên cứu cho rằng sự thay đổi của CSTT không chỉ được phản ánh vào giá cổ phiếu hiện tại mà còn là nền tảng để dự đoán lợi nhuận trong tương lai (Homa & Jaffee 1971; Brunie et al. 1972), và tất nhiên rằng họ không ủng hộ giả thuyết thị trường hiệu quả dạng vừa. Tuy nhiên, những phát hiện này bị tranh cãi bởi một số các nghiên cứu sau đó như Cooper (1974); Pesando (1974); Rozeff (1974) và Rogalski & Vinso (1977). Họ không tìm thấy bằng chứng sự thay đổi CSTT trong quá khứ có quan hệ với lợi nhuận cổ phiếu trong tương lai và khẳng định cho sự tồn tại của thị trường hiệu quả dạng vừa. Sau giai đoạn thập niên 1970, hàng loạt các nghiên cứu thực nghiệm tại nhiều quốc gia cố gắng phân tích và tìm kiếm các chứng cứ về ảnh hưởng của CSTT đến TTCK bằng một hoặc nhiều cách tiếp cận khác nhau. Các kết quả cũng không hoàn toàn thống nhất nhau. Darrat (1990) nghiên cứu cùng lúc sự tác động của CSTT và chính sách tài khóa thông qua sự thay đổi của lượng cung tiền và thâm hụt ngân sách đến sự thay đổi Stock Exchange 300 Index tại Toronto. Bằng việc sử dụng các kiểm định nhân quả Granger, kết quả cho thấy

CSTT không gây ra sự thay đổi trong lợi nhuận chứng khoán, nhưng chính sách tài khóa làm giảm lợi nhuận chứng khoán. Thorbecke (1997) cho rằng một CSTT thắt chặt có thể gây ra những tác động tiêu cực lên giá cổ phiếu của nhóm các công ty nhỏ. Patelis (1997) là một trong số những nghiên cứu nổi bật về ảnh hưởng của CSTT thông qua việc điều chỉnh lãi suất cơ bản của FOMC đến TTCK Mỹ dựa trên sự biến động trong chỉ số sàn giao dịch chứng khoán New York (NYA) và tiếp cận dựa trên phương pháp ước lượng tự hồi quy vector (VAR). Nghiên cứu của ông chỉ ra rằng, sự thay đổi CSTT là yếu tố góp phần dự đoán lợi nhuận chứng khoán và giải thích cho sự thay đổi bất thường về giá chứng khoán. Lastrapes (1998) phân tích các cú sốc CSTT thông qua lượng cung và cầu tiền đến sự biến động chứng khoán tại các thị trường thuộc nhóm nước G7. Nghiên cứu cũng sử dụng phương pháp VAR, kết quả chỉ ra rằng, các cú sốc về lượng cung tiền có quan hệ dương và có ý nghĩa thống kê với sự tăng giá của chứng khoán tại các quốc gia G7 ngoại trừ trường hợp của Pháp và Mỹ (có mức ý nghĩa thống kê thấp). Bomfim (2003) tìm thấy bằng chứng chỉ số Standard & Poors 500 hầu như đi ngang, ít biến động ở giai đoạn trước khi CSTT được FOMC thông báo chính thức. Nghiên cứu thực nghiệm của Bernanke & Kuttner (2005)

cũng tại thị trường Mỹ về mối quan hệ giữa CSTT và TTCK, sử dụng phương pháp được đề xuất bởi Campbell & Ammer (1993), nhóm tác giả kết luận rằng với 0,25 điểm phần trăm cắt giảm lãi suất của FOMC có liên quan đến sự gia tăng của 1% chỉ số chứng khoán. Sử dụng phương pháp ước lượng VAR, Galí & Gambetti (2015) tìm thấy bằng chứng về việc giá chứng khoán (chỉ số S&P 500) tăng liên tục đối với chính sách thắt chặt tiền tệ. Lucca & Moench (2015) cũng tìm thấy bằng chứng sự biến động của chỉ số chứng khoán S&P500 xung quanh ngày công bố lãi suất cơ bản của FOMC. Lucca & Moench (2015) chỉ ra rằng lợi nhuận bất thường được tạo ra ở những ngày công bố thông tin lớn hơn gấp 30 lần so với các ngày khác. Một cách tiếp cận khác với các nghiên cứu trên là xem xét ảnh hưởng của CSTT Mỹ, cụ thể là thông báo điều chỉnh lãi suất của FOMC, đối với TTCK của một nhóm quốc gia hoặc cho riêng một quốc gia khác Mỹ. Wongswan (2009) tiếp cận theo phương pháp nghiên cứu sự kiện để phân tích những thay đổi của giá cổ phiếu cấp độ công ty xung quanh thông báo thay đổi lãi suất của FOMC nhằm đánh giá sự truyền dẫn CSTT của Mỹ đối với nền kinh tế toàn cầu. Kết quả cho thấy rằng, những công ty có vốn sở hữu nước ngoài tại 44 quốc gia trên thế giới nhạy cảm với CSTT của Mỹ. Ngoài ra, nghiên cứu của Wongswan

(2009), truyền dẫn CSTT của Mỹ là mạnh hơn đối với những quốc gia có nền chính sách tỷ giá hối đoái cố định. Ammer et al. (2010) cũng sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện và tìm thấy các kết quả về phản ứng TTCK toàn cầu với thông báo thay đổi lãi suất của FOMC. Từ đó, Ammer et al. (2010) kết luận rằng CSTT của Mỹ là một yếu tố quan trọng và có ảnh hưởng đến TTCK toàn cầu. Điều này khẳng định thêm lần nữa kết quả của Ehrmann & Fratzscher (2009) khi cho rằng CSTT của Mỹ là một trong những yếu tố quan trọng và quyết định của TTCK toàn cầu. Thông qua việc phân tích 50 TTCK trên toàn thế giới và sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện kết hợp với các ước lượng khác, Ehrmann & Fratzscher (2009) chỉ ra rằng lợi nhuận chứng khoán trung bình giảm khoảng 3,8% (có giá trị từ 0% đến hơn 10% cho các quốc gia trong mẫu) phản ứng với 1 điểm phần trăm tăng lên trong lãi suất của FOMC. Bao & Mateus (2017) xem xét tác động của thông báo điều chỉnh lãi suất của FOMC đối với TTCK của các quốc gia Đông Nam Á bao gồm Indonesia, Thái Lan, Philippines, Malaysia và Singapore, giai đoạn nghiên cứu từ 1997- 2013. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tất cả TTCK của các nước Đông Nam Á trong mẫu đều có phản ứng với thông báo thay đổi lãi suất FOMC và các phản ứng này là khác nhau giữa các quốc gia với CSTT của

FOMC. Ở phạm vi một quốc gia, Park et al. (2018) nghiên cứu phản ứng của giá chứng khoán và hành vi giao dịch của nhà đầu tư tại Hàn Quốc bao gồm các nhà đầu tư nước ngoài với thông báo CSTT của Mỹ và của BOK. Park et al. (2018) cũng sử dụng các kỹ thuật ước lượng và kiểm định của phương pháp sự kiện, nghiên cứu tìm thấy các kết quả hỗn hợp, tồn tại lợi nhuận bất thường vào ngày công bố thông tin của FOMC, tuy nhiên với trường hợp công bố thông tin CSTT của BOK thì không. Hành vi giao dịch cổ phiếu cũng khác nhau, nhà đầu tư cá nhân trong nước bán lượng lớn cổ phiếu trước ngày công bố thông tin, trong khi nhà đầu tư nước ngoài thì mua vào lượng lớn cổ phiếu tại ngày công bố thông tin và các nhà đầu tư tổ chức trong nước thì có những giao dịch bất thường trước, trong và sau ngày công bố thông tin. Tóm lại, hầu hết các nghiên cứu chỉ ra rằng về cơ bản CSTT có những tác động nhất định đến TTCK. Thêm vào đó, ở phạm vi rộng hơn, CSTT Mỹ có ảnh hưởng đến nền kinh tế toàn cầu nói chung và có ảnh hưởng khác nhau đến từng quốc gia nói riêng (Bao & Mateus 2017), trong đó có tác động đến TTCK. Trường hợp của Việt Nam, quốc gia có mối quan hệ kinh tế mật thiết với Mỹ, do vậy sự thay đổi trong CSTT Mỹ có thể tác động đến TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, trên các tạp chí kinh tế tài chính uy tín tại Việt Nam, nhóm tác giả chưa

tìm thấy nghiên cứu nào về chủ đề này được thực hiện cho TTCK Việt Nam. Trong phạm vi nghiên cứu của bài báo này, tác giả sẽ tiếp cận phân tích ảnh hưởng của CSTT Mỹ đến biến động chỉ số Vn-Index và hành vi giao dịch của các nhà đầu tư bao gồm giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài xung quanh ngày công bố thông tin lãi suất của FOMC.

### 3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu nghiên cứu

Để phân tích ảnh hưởng của sự kiện công bố thông tin lãi suất của FOMC đối với TTCK, tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện. Phương pháp này được sử dụng tương tự như các nghiên cứu trước (Lucca & Moench 2015; Park et al. 2018). Các bước nghiên cứu theo phương pháp nghiên cứu sự kiện được trình bày tóm tắt như sau: *Thứ nhất*, sự kiện nghiên cứu là thông báo về lãi suất của FOMC.

*Thứ hai*, mỗi sự kiện cách nhau ít nhất là 33 ngày giao dịch, trong đó khung thời gian ước lượng làm cơ sở ước lượng các giá trị bình thường của khối lượng giao dịch là 22 ngày (Lucca & Moench 2015), khung thời gian sự kiện để xem xét các phản ứng thị trường là 11 ngày (5 ngày trước và sau sự kiện).

*Thứ ba*, phản ứng của giá chứng khoán với thông báo được xem xét thông qua lợi nhuận bất thường, được xác định là phần lợi nhuận vượt trội giữa lợi nhuận thị trường



và: (i) lãi suất phi rủi ro tính theo ngày của trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm<sup>1</sup>, cách tiếp cận này tương tự như Park et al. (2018)<sup>2</sup> được xác định như phương trình (1) và (ii) lợi nhuận trung bình thị trường của 22 ngày giao dịch liền trước trước khung sự kiện, được xác định như phương trình (2).

$$AR1 = R_m - R_f \quad (1)$$

$$AR2 = R_m - E(R_m) \quad (2)$$

với : AR là lợi nhuận bất thường (Abnormal Return – AR) ; R<sub>m</sub> là lợi nhuận của thị trường ; R<sub>f</sub> là lãi suất phi rủi ro tính theo ngày của trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm và E(R<sub>m</sub>) là lợi nhuận trung bình thị trường của 22 ngày giao dịch liền trước trước khung sự kiện.

Đồng thời, lợi nhuận bất thường trung bình (Average Abnormal Return – AAR) cho từng ngày t được tính toán theo công thức như phương trình (3)

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (3)$$

trong đó, N: Số các sự kiện trong mẫu.

Thêm vào đó, hành vi giao dịch của nhà đầu tư với thông

<sup>1</sup> Có nhiều cách tiếp cận lãi suất phi rủi ro. Chẳng hạn Easton et al. (2002) sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ 5 năm để đại diện cho lãi suất phi rủi ro, trong khi Damodaran (2008) đề xuất có thể sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm để đại diện cho lãi suất phi rủi ro bên cạnh các kỳ hạn khác.

<sup>2</sup> Tuy nhiên nhóm nghiên cứu này sử dụng lãi suất tín phiếu kỳ hạn 1 năm để đại diện lãi suất phi rủi ro.

báo được xem xét thông qua chỉ số chênh lệch mua bán bất thường, được xác định là phần vượt trội của chỉ số chênh lệch mua bán so với giá trị trung bình trượt của 22 ngày liền trước, các chỉ số được xác định tương tự như Park et al. (2018), cụ thể:

$$CLMB_{i,t} = \frac{(KLMua_{i,t} - KLBán_{i,t})}{(KLMua_{i,t} + KLBán_{i,t})} \quad (4)$$

$$CLMBBT_{it} = CLMB_{i,t} - \overline{CLMB_t} \quad (5)$$

trong đó, CLMB<sub>i,t</sub> và CSGDBT<sub>it</sub> là chỉ số chênh lệch mua bán và chỉ số chênh lệch mua bán bất thường của hai nhóm i bao gồm nhóm toàn bộ nhà đầu tư trên thị trường (CLMBBT<sub>TT</sub>) (xem xét khối lượng đặt mua và khối lượng đặt bán) và nhóm chỉ các nhà đầu tư nước ngoài (CLMBBT<sub>NN</sub>) tại ngày t; CLMB<sub>i</sub> là giá trị trung bình của CLMB<sub>i,t</sub> trong 22 ngày liền trước; KLMua<sub>i,t</sub> và KLBán<sub>i,t</sub> là khối lượng mua và khối lượng bán của các đối tượng trong nhóm i vào ngày t.

Thứ tư, kiểm định được sử dụng trong nghiên cứu này là kiểm định tham số t test, tương tự như Park et al. (2018) Hàng năm có khoảng 8 lần họp định kỳ của FOMC, tuy nhiên có những năm số lần họp ít hơn và nhiều hơn so với 8 lần. Thông thường các tuyên bố của FOMC rơi vào khoảng

sau 14 giờ chiều (giờ Mỹ). Do chênh lệch múi giờ, giờ Việt Nam sớm hơn Mỹ khoảng 12 tiếng, thêm vào đó thời điểm FOMC công bố là lúc thị trường Việt Nam đóng cửa giao dịch. Vì vậy, giả sử ngày t là ngày công bố của FOMC thì ngày sự kiện được tính tại Việt Nam là ngày t + 1. Nếu ngày sự kiện rơi vào Lễ, Tết hoặc ngày nghỉ của Việt Nam thì ngày sự kiện được tính là ngày làm việc đầu tiên sau ngày nghỉ. Giai đoạn từ 2007- 6/2018 có 89 thông báo của FOMC. Ngoài ra, các sự kiện đòi hỏi phải thỏa mãn các khung thời gian nêu trên. Tóm lại, sau khi thu thập dữ liệu và loại trừ các trường hợp không thỏa mãn tiêu chí, mẫu còn lại 87 sự kiện thông báo của FOMC giai đoạn từ 2007- 6/2018. Trong đó, theo kết quả Bảng 1, có 7 sự kiện thông báo tăng lãi suất, 8 sự kiện thông báo giảm lãi suất và 72 sự kiện thông báo không thay đổi lãi suất của FOMC. Dữ liệu công bố của FOMC được thu thập từ trang thông tin của FED (<https://www.federalreserve.gov>) dữ liệu về giá thị trường, khối lượng giao dịch bao gồm khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài được thu thập trên trang thông tin của Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (<http://www.hsx.vn>)

**Bảng 1. Tổng hợp các sự kiện thông báo lãi suất của FOMC giai đoạn 2007- 6/2018**

Năm	Tổng sự kiện	Tăng lãi suất	Giảm lãi suất	Không đổi lãi suất
2018	4	2		2

Năm	Tổng sự kiện	Tăng lãi suất	Giảm lãi suất	Không đổi lãi suất
2017	8	3		5
2016	8	1		7
2015	8	1		7
2014	8			8
2013	8			8
2012	8			8
2011	8			8
2010	8			8
2009	8			8
2008	8		5	3
2007	3		3	
<b>Tổng sự kiện</b>	<b>87</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>72</b>

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả*

**4. Kết quả nghiên cứu**

Bảng 2 trình bày kết quả ảnh hưởng sự kiện thông báo lãi suất của FOMC đến TTCK Việt Nam thông qua giá chứng

khoán. Cả hai phương pháp ước lượng lợi nhuận vượt trội đều cho các kết quả tương tự nhau. Do vậy, các phân tích tiếp theo sẽ dựa trên kết quả kiểm định lợi nhuận vượt trội

dựa trên cơ sở so sánh với lãi suất phi rủi ro, phương pháp còn lại dùng để đối chiếu và tham khảo thêm. Trên thực tế, thông tin về CSTT của FED thường được xem như là một tín hiệu về triển vọng của nền kinh tế Mỹ nói riêng và toàn cầu nói chung. Vì vậy, ngay trước các kỳ họp của FOMC, hầu như rất nhiều tổ chức tài chính, báo đài truyền thông và các nhà phân tích tài chính trên khắp thế giới dự đoán về khả năng và xu hướng điều chỉnh lãi suất của FOMC. Do vậy, trước khi có thông báo chính thức của FOMC, TTCK thường có những phản ứng bất thường do các ảnh hưởng của các thông tin dự đoán. Với một CSTT nói lỏng thông qua việc cắt giảm lãi suất của FOMC cho thấy hàm ý “sức khỏe” nền kinh tế Mỹ chưa tốt

**Hình 1. Diễn biến chỉ số VN-Index trong năm 2008**



*Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp*

và cần phải được hỗ trợ thêm thông qua các chính sách kích

**Bảng 2. Phản ứng giá chứng khoán với thông báo lãi suất của FOMC**

Sự kiện	T	AAR 1	T test 1	AAR 2	T test 2
Thông báo lãi suất của FOMC	-5	-0,25%	-2,09**	-0,25%	-2,07**
	-4	-0,04%	-0,35	-0,04%	-0,33
	-3	-0,05%	-0,45	-0,05%	-0,43
	-2	-0,05%	-0,44	-0,05%	-0,43
	-1	-0,23%	-1,92*	-0,23%	-1,91*
	0	-0,08%	-0,69	-0,08%	-0,68
	1	0,03%	0,26	0,03%	0,27
	2	0,10%	0,85	0,11%	0,87
	3	-0,13%	-1,07	-0,13%	-1,05
	4	0,21%	1,71*	0,21%	1,72*
	5	0,12%	0,99	0,12%	1,00
Thông báo nâng lãi suất của FOMC	-5	-0,18%	-0,39	-0,25%	-0,54
	-4	0,25%	0,55	0,19%	0,40
	-3	-0,37%	-0,81	-0,44%	-0,95
	-2	0,12%	0,27	0,06%	0,12
	-1	0,58%	1,26	0,51%	1,12
	0	0,15%	0,33	0,09%	0,18
	1	-0,35%	-0,75	-0,41%	-0,90
	2	0,28%	0,60	0,21%	0,45
	3	-0,70%	-1,51	-0,76%	-1,66*
	4	0,26%	0,57	0,20%	0,42
	5	-0,25%	-0,54	-0,32%	-0,69
Thông báo giảm lãi suất của FOMC	-5	-0,50%	-0,69	0,05%	0,07
	-4	-0,74%	-1,01	-0,18%	-0,25
	-3	-0,31%	-0,42	0,24%	0,33
	-2	-0,67%	-0,92	-0,12%	-0,17
	-1	-1,36%	-1,86*	-0,81%	-1,11
	0	-0,15%	-0,20	0,41%	0,56
	1	-0,02%	-0,03	0,53%	0,73
	2	-0,62%	-0,85	-0,07%	-0,10
	3	-0,19%	-0,26	0,36%	0,49
	4	0,44%	0,60	0,99%	1,36
	5	0,88%	1,20	1,43%	1,96*

thích nền kinh tế. Quay trở lại Bảng 1, có thể thấy rằng, cả 8 lần giảm lãi suất đều được thực hiện trong năm 2007-2008, đây là giai đoạn tụt lủng của nền kinh tế Mỹ và toàn cầu; sau nhiều lần sụt giảm, kết quả là một mức lãi suất 0,25% được kéo dài từ cuối năm 2008 đến cuối năm 2015. Tuy nhiên, triển vọng về dài hạn, với chính sách giảm lãi suất sẽ hỗ trợ nền kinh tế phục hồi và tăng trưởng tốt hơn. Ở Việt Nam, kết quả ở Bảng 2 cho thấy về cơ bản thông báo lãi suất của FOMC có tác động đến giá chứng khoán tại thị trường Việt Nam, bằng chứng là tồn tại một lợi nhuận vượt trội âm (-0,23%) ngay trước ngày công bố thông tin của FOMC. Tuy nhiên, không phải lúc nào thông báo lãi suất của FOMC đều gây ra các tác động đến giá chứng khoán tại thị trường Việt Nam. Cụ thể hơn, trường hợp thông báo nâng lãi suất và thông báo không tăng lãi suất của FOMC đều không có bằng chứng tác động đến giá chứng khoán tại thị trường Việt Nam. Ngược lại, trường hợp thông báo giảm lãi suất của FOMC có bằng chứng gây ra tác động xấu đến TTCK, chỉ số giá chứng khoán sụt giảm, tồn tại một lợi nhuận vượt trội âm (-1,36%) ngay trước ngày công bố thông tin của FOMC. Kết quả này chỉ ra rằng, các dự đoán trong CSTT của FED có tác động đến TTCK Việt Nam và chính sách cắt giảm lãi suất do lo ngại về rủi ro của nền kinh tế Mỹ trong giai đoạn khủng hoảng 2007- 2008

Sự kiện	T	AAR 1	T test 1	AAR 2	T test 2
Thông báo không thay đổi lãi suất của FOMC	-5	-0,23%	-1,42	-0,29%	-1,74*
	-4	0,01%	0,04	-0,05%	-0,28
	-3	0,00%	0,03	-0,05%	-0,29
	-2	0,00%	-0,01	-0,05%	-0,33
	-1	-0,19%	-1,14	-0,24%	-1,46
	0	-0,10%	-0,61	-0,15%	-0,93
	1	0,07%	0,45	0,02%	0,13
	2	0,17%	1,02	0,12%	0,70
	3	-0,07%	-0,41	-0,12%	-0,73
	4	0,18%	1,07	0,12%	0,75
	5	0,07%	0,44	0,02%	0,12

Ghi chú: \*\* và \* tương ứng mức ý nghĩa là 5% và 10%; AAR 1 và AAR 2 tương ứng là lợi nhuận bất thường trung bình tính theo hai cách tiếp cận như phương trình (1) và (2); kết quả được tính toán dựa trên phần mềm Excel.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

đã truyền tải thông tin không tốt đến TTCK Việt Nam, làm trầm trọng thêm sự sụt giảm của thị trường. Hình 1 là một ví dụ minh họa rõ hơn diễn biến chỉ số VN-index với những lần công bố thông tin giảm lãi suất của FOMC trong năm 2008, hầu hết chỉ số giá đều giảm xung quanh thời điểm FOMC công bố giảm lãi suất. Ngoài ra, các kết quả của nhóm tác giả khác so với kết quả Park et al. (2018) thực hiện tại Hàn Quốc. Họ tìm thấy một mức lợi nhuận bất thường là 0,28% (xem xét cho chỉ số KOSPI) tại ngày FOMC công bố thông tin về lãi suất. Nói cách khác, phản ứng giá chứng khoán với thông tin CSTT của FOMC là khác nhau giữa quốc gia có thị trường phát triển (Hàn Quốc) và quốc gia có thị trường đang phát triển (Việt Nam).

Phần tiếp theo, nhóm tác giả phân tích hành vi của tất cả các nhà đầu tư trên thị trường và xét riêng nhà đầu tư nước ngoài có phản ứng như thế nào với thông tin CSTT. Kết quả Bảng 3 cho thấy, có bằng chứng về hành vi giao

dịch của các nhà đầu tư trên thị trường bị ảnh hưởng bởi thông tin tăng lãi suất của FOMC và không có bằng chứng cho các trường hợp còn lại (FOMC giữ nguyên và giảm lãi suất). Cụ thể, trước ngày FOMC thông báo tăng lãi suất, nhà đầu tư đã có những phản ứng với các thông tin dự báo về lãi suất của FOMC, tồn tại khối lượng chênh lệch mua bán bất thường âm và có ý nghĩa thống kê; nói cách khác, khối lượng đặt bán của thị trường vượt trội so với khối lượng đặt mua tại các ngày [-5],[-4],[-3] và [-2]. Thêm vào đó, nếu xét riêng trường hợp của các nhà đầu tư nước ngoài, họ đã thực hiện giao dịch bán cổ phiếu nhiều hơn là mua xung quanh ngày sự kiện FOMC công bố tăng lãi suất, bằng chứng là các chỉ số chênh lệch mua bán bất thường của nhà đầu tư nước ngoài (CLMBBT\_NN) hầu hết đều có giá trị âm (nhưng không có

**Bảng 3. Hành vi giao dịch với thông báo lãi suất của FOMC**

Sự kiện	T	CLMBBT_TT	T test 1	CLMBBT_NN	T test 2
Thông báo lãi suất của FOMC	-5	-0,039	-2,10**	-0,031	-1,10
	-4	-0,025	-1,32	0,004	0,13
	-3	-0,028	-1,48	0,018	0,65
	-2	-0,019	-1,03	0,010	0,37
	-1	-0,020	-1,06	-0,018	-0,64
	0	-0,007	-0,40	-0,019	-0,70
	1	-0,002	-0,08	0,008	0,30
	2	-0,004	-0,23	0,022	0,79
	3	-0,006	-0,30	0,005	0,17
	4	-0,007	-0,35	0,101	3,64***
	5	-0,024	-1,30	0,073	2,61***



Sự kiện	T	CLMBBT_TT	T test 1	CLMBBT_NN	T test 2
Thông báo nâng lãi suất của FOMC	-5	-0,065	-2,75***	-0,050	-0,66
	-4	-0,047	-1,98**	-0,127	-1,64
	-3	-0,067	-2,85***	0,024	0,31
	-2	-0,042	-1,77*	-0,081	-1,06
	-1	0,007	0,30	-0,005	-0,07
	0	0,004	0,15	-0,063	-0,81
	1	0,027	1,16	-0,166	-2,16**
	2	0,003	0,12	0,000	0,00
	3	-0,018	-0,78	0,125	1,62
	4	-0,014	-0,60	0,111	1,45
Thông báo giảm lãi suất của FOMC	-5	-0,141	-0,84	0,175	1,00
	-4	0,027	0,16	0,097	0,56
	-3	0,011	0,07	-0,129	-0,74
	-2	0,072	0,43	0,007	0,04
	-1	-0,001	-0,01	0,166	0,95
	0	0,191	1,14	0,027	0,15
	1	0,225	1,35	0,055	0,31
	2	0,085	0,51	0,097	0,56
	3	0,214	1,28	-0,128	-0,73
	4	0,235	1,41	0,321	1,83*
Thông báo không thay đổi lãi suất của FOMC	-5	-0,034	-1,56	-0,035	-1,34
	-4	-0,024	-1,11	0,014	0,54
	-3	-0,025	-1,14	0,022	0,84
	-2	-0,020	-0,91	0,019	0,75
	-1	-0,023	-1,06	-0,024	-0,94
	0	-0,014	-0,65	-0,016	-0,64
	1	-0,011	-0,49	0,024	0,93
	2	-0,007	-0,34	0,022	0,85
	3	-0,011	-0,49	-0,003	-0,13
	4	-0,013	-0,58	0,094	3,66***
5	-0,026	-1,21	0,055	2,13**	

Ghi chú: CLMBBT\_TT và CLMBBT\_NN tương ứng là chỉ số chênh lệch mua bán bất thường của tất cả nhà đầu tư trên thị trường và của các nhà đầu tư nước ngoài. \*\*\*, \*\* và \* tương ứng mức ý nghĩa là 1%; 5% và 10%; kết quả được tính toán dựa trên phần mềm Excel

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

ý nghĩa thống kê) ở trước và trong ngày sự kiện. Ngay sau ngày sự kiện, giao dịch bán của nhà đầu tư nước ngoài trở nên rõ ràng hơn, CLMBBT\_NN có giá trị âm (-0,166) và có ý nghĩa thống kê. Một số lý do có thể giải thích cho hiện tượng bán cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài với sự kiện FOMC thông báo nâng lãi suất: (i) Nguồn vốn đến từ các nhà đầu tư nước ngoài đã rút tiền từ các thị trường Việt Nam để quy về Mỹ hưởng mức lãi suất cao hơn; (ii) việc nâng lãi suất của FOMC cho thấy nền kinh tế Mỹ đã ổn định trở lại, các vấn đề tài tệ cơ bản đã được giải quyết. Do vậy, xu hướng nguồn vốn đầu tư sẽ quay trở lại Mỹ để đón đầu chu kỳ và xu thế phát triển mới; và (iii) việc nâng lãi suất của FOMC sẽ khiến đồng tiền Việt Nam (VND) mất giá, gây áp lực cho việc nhập khẩu và nợ công do vay nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam.

## 5. Kết luận

Bài báo phân tích ảnh hưởng của CSTT Mỹ đến TTCK Việt Nam. Mẫu dữ liệu gồm có 87 sự kiện công bố thông tin về lãi suất của FOMC giai đoạn 2007- 6/2018. Nhóm tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện để xem xét sự thay đổi chỉ số giá chứng khoán và hành vi giao dịch của các nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư nước ngoài với sự kiện thông báo lãi suất của FOMC. Các kết quả nghiên cứu tìm thấy bằng chứng tồn

tại lợi nhuận vượt trội âm ngay trước ngày FOMC công bố giảm lãi suất. Thêm vào đó, có bằng chứng về hành vi giao dịch bán bất thường của các nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư nước ngoài xung quanh ngày sự kiện FOMC công bố tăng lãi suất. Kết quả của nhóm tác giả cũng cung cấp thêm bằng chứng cho thấy ảnh hưởng của CSTT Mỹ đến mỗi quốc gia là khác nhau, cụ thể

là có sự khác nhau giữa phản ứng của TTCK Việt Nam và TTCK Hàn Quốc như đã phân tích ở trên. Ngoài ra, tác động của CSTT Mỹ đến thị trường Việt Nam chỉ gây ra những hiệu ứng trong ngắn hạn. Dựa trên vào kết quả nghiên cứu trên, không phải sự kiện thông báo lãi suất nào của FOMC cũng có tác động đến TTCK Việt Nam. Nếu có, sự kiện chỉ gây ra những hiệu

ứng ảnh hưởng trong ngắn hạn. Do vậy, nhà đầu tư chỉ nên xem thông báo lãi suất của FOMC như là thông tin tham khảo vĩ mô bên cạnh các yếu tố quan trọng khác cần ưu tiên lưu ý như thông tin vĩ mô nội tại Việt Nam, thông tin cơ bản của doanh nghiệp (lợi nhuận, tốc độ tăng trưởng, P/E, ROA, ROE,...) và các phân tích khác để quyết định đầu tư. ■

### Tài liệu tham khảo

1. Ammer, J., Vega, C. & Wongswan, J. 2010, 'International transmission of us monetary policy shocks: Evidence from stock prices', *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 42, no. s1, pp. 179-198.
2. Bao, T.H. & Mateus, C. 2017, 'Impact of fomic announcement on stock price index in southeast asian countries', *China Finance Review International*, vol. 7, no. 3, pp. 370-386.
3. Beckworth, D. & Crowe, C. 2017, *The international impact of the fed when the united states is a banker to the world*, Hoover Institution Press of Stanford University.
4. Bernanke, B.S. & Kuttner, K.N. 2005, 'What explains the stock market's reaction to federal reserve policy?', *The Journal of Finance*, vol. 60, no. 3, pp. 1221-1257.
5. Bomfim, A.N. 2003, 'Pre-announcement effects, news effects, and volatility: Monetary policy and the stock market', *Journal of Banking & Finance*, vol. 27, no. 1, pp. 133-151.
6. Bredin, D., Gavin, C. & O'Reilly, G. 2005, 'Us monetary policy announcements and irish stock market volatility', *Applied Financial Economics*, vol. 15, no. 17, pp. 1243-1250.
7. Brunie, C.H., Hamburger, M.J. & Kochin, L.A. 1972, 'Money and stock prices: The channels of influence', *The Journal of Finance*, vol. 27, no. 2, pp. 231-249.
8. Campbell, J.Y. & Ammer, J. 1993, 'What moves the stock and bond markets? A variance decomposition for long-term asset returns', *The Journal of Finance*, vol. 48, no. 1, pp. 3-37.
9. Canova, F. 2005, 'The transmission of us shocks to latin america', *Journal of Applied econometrics*, vol. 20, no. 2, pp. 229-251.
10. Cooper, R.V. 1974, 'Efficient capital markets and the quantity theory of money', *The Journal of Finance*, vol. 29, no. 3, pp. 887-908.
11. Dahlhaus, T., Hess, K. & Reza, A. 2018, 'International transmission channels of us quantitative easing: Evidence from canada', *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 50, no. 2-3, pp. 545-563.
12. Damodaran, A. 2008, 'What is the riskfree rate? A search for the basic building block'.
13. Darrat, A.F. 1990, 'Stock returns, money, and fiscal deficits', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 25, no. 3, pp. 387-398.
14. Easton, P., Taylor, G., Shroff, P. & Sougiannis, T. 2002, 'Using forecasts of earnings to simultaneously estimate growth and the rate of return on equity investment', *Journal of Accounting Research*, vol. 40, no. 3, pp. 657-676.
15. Ehrmann, M. & Fratzscher, M. 2009, 'Global financial transmission of monetary policy shocks', *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 71, no. 6, pp. 739-759.
16. Fama, E.F. 1970, 'Efficient capital markets: A review of theory and empirical work', *The Journal of Finance*, vol. 25, no. 2, pp. 383-417.
17. Galí, J. & Gambetti, L. 2015, 'The effects of monetary policy on stock market bubbles: Some evidence', *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 7, no. 1, pp. 233-57.
18. Homa, K.E. & Jaffee, D.M. 1971, 'The supply of money and common stock prices', *The Journal of Finance*, vol. 26, no. 5, pp. 1045-1066.
19. Kim, S. 2001, 'International transmission of us monetary policy shocks: Evidence from var's', *Journal of Monetary Economics*, vol. 48, no. 2, pp. 339-372.
20. Lastrapes, W.D. 1998, 'International evidence on equity prices, interest rates and money', *Journal of international money and finance*, vol. 17, no. 3, pp. 377-406.

21. Lucca, D.O. & Moench, E. 2015, 'The pre-fomc announcement drift', *The Journal of Finance*, vol. 70, no. 1, pp. 329-371.
22. Martin, M.F. 2018, *U.S.-vietnam economic and trade relations: Issues in 2018*, DIANE Publishing.
23. Neri, S. & Nobili, A. 2010, 'The transmission of us monetary policy to the euro area', *International Finance*, vol. 13, no. 1, pp. 55-78.
24. Park, K.W., Hong, D. & Oh, J.Y.J. 2018, 'Investor behavior around monetary policy announcements: Evidence from the korean stock market', *Finance Research Letters*, pp. 2-16.
25. Patelis, A.D. 1997, 'Stock return predictability and the role of monetary policy', *the Journal of Finance*, vol. 52, no. 5, pp. 1951-1972.
26. Pesando, J.E. 1974, 'The supply of money and common stock prices: Further observations on the econometric evidence', *The Journal of Finance*, vol. 29, no. 3, pp. 909-921.
27. Ramos-Francia, M. & García-Verdú, S. 2014, 'The transmission of us monetary policy shocks to emes: An empirical analysis', *Bank for International Settlements Papers*, no. 78, pp. 363-397.
28. Rogalski, R.J. & Vinso, J.D. 1977, 'Stock returns, money supply and the direction of causality', *The Journal of finance*, vol. 32, no. 4, pp. 1017-1030.
29. Rozeff, M.S. 1974, 'Money and stock prices: Market efficiency and the lag in effect of monetary policy', *Journal of financial Economics*, vol. 1, no. 3, pp. 245-302.
30. Sellin, P. 2001, 'Monetary policy and the stock market: Theory and empirical evidence', *Journal of economic surveys*, vol. 15, no. 4, pp. 491-541.
31. Thorbecke, W. 1997, 'On stock market returns and monetary policy', *The Journal of Finance*, vol. 52, no. 2, pp. 635-654.
32. Weiguo, X. & Yang, Z. 2012, 'The transmission of us monetary policy shocks to the china's output and inflation: An empirical analysis', *International Business and Management*, vol. 5, no. 1, pp. 21-26.
33. Wongswan, J. 2009, 'The response of global equity indexes to us monetary policy announcements', *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, no. 2, pp. 344-365.

### Thông tin tác giả

**Võ Xuân Vinh**, Phó Giáo sư, Tiến sĩ  
Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh và CFVG Hồ Chí Minh  
Email: vinhvx@ueh.edu.vn

**Đặng Bửu Kiểm**, Thạc sĩ  
Viện Nghiên cứu Kinh doanh, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh  
Email: buukiemdang@gmail.com

### Summary

#### Impact of US monetary policy announcement on investor behavior: empirical evidence from Vietnam

US monetary policy not only affects the US financial markets but also affects the global economy (Beckworth & Crowe 2017). This paper examines the effects of US monetary policy on the Vietnam stock market. The dataset includes 87 events of Federal Open Market Committee (FOMC) announcements for the period 2007 - 2018. The authors use an event study approach to examine changes in stock index and trading behavior of investors including foreign investors. The result suggests a negative excess return pre FOMC announcement of a reduction in policy interest rates. In addition, the result indicates a statistically significant abnormal stock sale from investors including foreign investors around the event date of FOMC announcing a raise in interest rates. Moreover, we find that the impact of US monetary policy on the Vietnam stock market is only in short-term.

Keywords: US monetary policy; FOMC announcements; investor behavior.

**Vinh Xuan Vo**, Assoc.Prof. PhD

University of Economics Ho Chi Minh City (UEH) & The French - Vietnamese Center for Management Education in Ho Chi Minh City (CFVG HCMC)

**Kiem Buu Dang**, MEd

Institute of Business Research, University of Economics Ho Chi Minh City (UEH)