

TÁC ĐỘNG CỦA BẤT ỔN CHÍNH SÁCH KINH TẾ THẾ GIỚI ĐẾN GIÁ CỔ PHIẾU: NGHIÊN CỨU Ở CÁC NỀN KINH TẾ MỚI NỔI KHU VỰC CHÂU Á

THE IMPACT OF GLOBAL ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY ON STOCK PRICE: THE CASE OF EMERGING MARKET ECONOMIES IN ASIA

Ngày nhận bài: 04/01/2019

Ngày chấp nhận đăng: 21/03/2019

Nguyễn Thị Mai Huyền, Ngô Sỹ Nam

TÓM TẮT

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp thống kê, phân tích và mô hình tự hồi quy vector (VAR) để tìm ra tác động của sự bất ổn trong chính sách kinh tế thế giới đến giá cổ phiếu của 7 quốc gia mới nổi trong khu vực Châu Á (Hong Kong, Hàn Quốc, Việt Nam, Malaysia, Indonesia, Philippines và Thái Lan) từ tháng 7/2000 đến tháng 02/2018. Kết quả thực nghiệm cho thấy những thay đổi trong chính sách kinh tế thế giới có tác động ngược chiều lên giá cổ phiếu ở Hong Kong, Hàn Quốc, Malaysia, Indonesia, Philippines và Thái Lan từ 6-9 tháng sau khi có cú sốc xảy ra, tuy nhiên, nghiên cứu lại không tìm thấy kết quả tương tự khi xem xét đến Việt Nam.

Từ khóa: biến động chính sách kinh tế thế giới, thị trường chứng khoán, giá cổ phiếu.

ABSTRACT

This paper examines the impact of global economic policy uncertainty on stock price in seven emerging market economies in Asia (Hongkong, South Korea, Vietnam, Thailand, Malaysia, Philippines and Indonesia) from 2000:M7 to 2018:M2 by using statistic, analytical and vector autoregressive model (VAR). The empirical results show that the economic policy uncertainty has negative influence on stock price in Hongkong, South Korea, Thailand, Malaysia, Philippines and Indonesia from 6 to 9 months after shock. However, the study does not find the same results when considering in Vietnam.

Keywords: global economic policy uncertainty, security market, stock price.

1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán (TTCK) là một trong những kênh huy động vốn quan trọng của nền kinh tế, bên cạnh nguồn vốn tín dụng được cung cấp bởi hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, TTCK rất nhạy cảm trước các thông tin trên thị trường, chính vì vậy việc ổn định và phát triển TTCK là mối quan tâm hàng đầu của các nhà hoạch định chính sách ở các quốc gia trên thế giới. Thêm vào đó, nhiều nghiên cứu cho thấy thông tin liên quan đến kinh tế vĩ mô của các nền kinh tế phát triển (tập trung vào Mỹ và Nhật Bản) có ảnh hưởng đáng kể đến những nền kinh tế mới nổi và cả lợi nhuận cũng như sự biến động trên TTCK (Wongswan, 2006). Mối quan tâm về bất ổn chính sách của các nước phát

triển bắt nguồn từ làn sóng khủng hoảng tài chính toàn cầu, khủng hoảng hàng loạt trong khu vực đồng tiền chung Châu Âu và các tranh chấp chính sách của các chính đảng tại Hoa Kỳ. Thêm vào đó, chính phủ các nước thay đổi chính sách liên tục, điều này gây ra những phản ứng giá trên thị trường tài chính. Những phản ứng này yếu nếu sự thay đổi được dự đoán rộng rãi, nhưng nó có thể mạnh nếu thị trường bị bất ngờ với những thay đổi đó (Pastor & Veronesi, 2012).

Trong những năm gần đây, (Baker và cộng sự, 2016) đã phát triển một chỉ số mới phản ánh sự bất ổn chính sách kinh tế

Nguyễn Thị Mai Huyền, Ngô Sỹ Nam, Khoa Tài Chính, Đại học Ngân Hàng TP. HCM

(Economic Policy Uncertainty – EPU) dựa trên tần suất tin tức trên báo chí, tác giả tìm thấy bằng chứng rằng bất ổn chính sách có liên quan đến biến động giá cổ phiếu lớn hơn và làm giảm đầu tư, việc làm trong các lĩnh vực nhạy cảm như quốc phòng, chăm sóc sức khỏe, tài chính và cơ sở hạ tầng. Trên thực tế cũng có rất nhiều lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm chứng minh rằng EPU có ảnh hưởng đến việc đầu tư và lợi nhuận từ đầu tư cổ phiếu của các nhà đầu tư trên thị trường tài chính. (Baker và cộng sự, 2016) đã tìm thấy ảnh hưởng ngược chiều của EPU đối với đầu tư. Hơn thế nữa, tác động ngược chiều của EPU đối với đầu tư chứng khoán cũng được sự đồng thuận chung, (Kang & Ratti, 2013), (Ko & Lee, 2015) và (Antonakakis và cộng sự, 2013) đã làm rõ mối quan hệ nghịch chiều giữa EPU và lợi nhuận trên TTCK.

Tác động của sự bất ổn trong chính sách kinh tế của các chính phủ đến đầu tư và giá chứng khoán đã và đang được phân tích cả về lý thuyết và thực nghiệm, tuy nhiên, chưa có nghiên cứu cụ thể nào phân tích ảnh hưởng của những bất ổn từ việc thay đổi chính sách của các nước phát triển đến các quốc gia khác trên thế giới, đặc biệt là các nền kinh tế mới nổi ở khu vực Châu Á như Việt Nam, Indonesia, Malaysia.... Các nước này đa số là quốc gia nhỏ - đang phát triển, một số có nền kinh tế được chuyển đổi từ nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung như Việt Nam. Giai đoạn 2007-2008 là giai đoạn mà nền kinh tế của các quốc gia mới nổi và TTCK bị ảnh hưởng nặng nề nhất bởi cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới, sau đó, các chính sách tiền tệ ở các quốc gia này cũng phải đối mặt với những bất ổn trong việc điều hành chính sách kinh tế của các quốc gia lớn khác, từ đó TTCK cũng bị ảnh hưởng ít nhiều do tâm lý nhà đầu tư vẫn còn khá e dè khi đổ vốn vào các thị trường này. Tuy nhiên, tác động của những bất ổn chính sách kinh tế thế giới đối với TTCK của những nền kinh tế mới nổi

vẫn chưa thực sự được chứng minh một cách rõ ràng, thêm vào đó, gần đây chỉ có nghiên cứu của (Lê Hồ An Châu và cộng sự, 2018) làm rõ được tác động của nhân tố này đến TTCK Việt Nam. Chính vì vậy, việc xem xét tác động của những bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu với TTCK của các quốc gia mới nổi trong khu vực Châu Á là điều cần thiết, đặc biệt là trong thời gian gần đây khi Chính phủ Mỹ đang và sẽ thực hiện chính sách bảo hộ thương mại mậu dịch, châm ngòi cho một cuộc chiến tranh thương mại trên thế giới.

Mục tiêu của bài viết là bổ sung bằng chứng thực nghiệm bằng cách kiểm tra tác động của các bất ổn chính sách kinh tế thế giới (EPU) đến giá cổ phiếu trên TTCK của 7 quốc gia mới nổi trong khu vực Châu Á là Hồng Kong, Indonesia, Hàn Quốc, Malaysia, Phillipines, Thái Lan và Việt Nam, giai đoạn từ tháng 7/2000 đến tháng 02/2018. Đây là giai đoạn đánh dấu sự hình thành của một số TTCK như Việt Nam, và cũng là giai đoạn mà các nước này phải trải qua nhiều biến động lớn do ảnh hưởng của nhiều cuộc khủng hoảng kinh tế và tài chính toàn cầu. Từ đó, đưa ra những kiến nghị cho các cơ quan quản lý khi thị trường thế giới có những biến động, đặc biệt là biến động trong chính sách kinh tế của các nước phát triển, điều này có thể ảnh hưởng đến TTCK của các nước mới nổi trong khu vực Châu Á tùy theo độ lan tỏa của các tín hiệu thị trường toàn cầu. Điểm nổi bật của nghiên cứu này đó là xem xét tác động của bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu đến TTCK của một số quốc gia mới nổi, trong đó, EPU được ứng dụng từ nghiên cứu của (Baker và cộng sự, 2016). Với cách tiếp cận trên, nghiên cứu tuy chỉ làm rõ được một khía cạnh nhỏ trên TTCK, nhưng có yếu tố mới, đó là xem xét thêm nhân tố bên ngoài quốc gia là chỉ số thể hiện sự bất ổn trong chính sách kinh tế thế giới, chỉ số này được nghiên cứu và tính toán gần đây, theo công bố của (Baker và cộng sự, 2016). Tuy nhiên,

trong thực tế có rất nhiều nhân tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, không những các yếu tố trong nước mà cả các nhân tố ngoài nước, vậy nên việc chỉ sử dụng một biến trong xem xét tác động đến TTCK vẫn chưa hoàn toàn đầy đủ.

Trong phần tiếp theo, nghiên cứu đi sâu qua cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm về mối tác động của biến động chính sách kinh tế toàn cầu đến giá chứng khoán. Phần 3 mô tả về mô hình thực nghiệm, nguồn dữ liệu và các kiểm định sơ bộ cho mô hình. Phần 4 trình bày về kết quả nghiên cứu thực nghiệm và kết luận ở phần 5.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa bất ổn chính sách kinh tế thế giới đến giá cổ phiếu

Tác động của sự bất ổn trong chính sách của chính phủ đến đầu tư đã và đang được phân tích cả về lý thuyết và thực nghiệm, một số nhận định từ những nghiên cứu về sự bất ổn trong chính sách tài khóa và các quy định như (Rodrik, 1991), tác giả tìm thấy rằng ngay cả một sự không chắc chắn ở mức vừa phải trong chính sách của chính phủ có thể đóng vai trò như một khoản thuế khổng lồ lên đầu tư và các cải cách hợp lý khác có thể gây thiệt hại nếu chúng gây ra những nghi ngờ về tính lâu dài của nó. (Hassett & Metcalf, 1999) thấy rằng thời gian đầu tư có thể giảm nếu có sự gia tăng về sự không chắc chắn đối với chính sách thuế. Đối với các sự kiện liên quan đến tình hình chính trị của quốc gia mà điều này có thể thay đổi các quyết định về khung pháp lý điều tiết các hoạt động kinh tế, sự bất ổn chính trị xung quanh cuộc bầu cử có thể ảnh hưởng đến việc đầu tư của công ty phản ứng với giá cổ phiếu như thế nào.

Bên cạnh đó, một số nghiên cứu lại xem xét một tập hợp rộng hơn các hành động của chính phủ, tập trung vào phản ứng của TTCK

đối với các động thái thay đổi chính sách của chính phủ như các quy định, thuế, chính sách tài khóa. (Pastor & Veronesi, 2012) thực hiện việc phân tích về mặt lý thuyết tác động của những thay đổi trong chính sách của chính phủ lên giá cổ phiếu. Chính phủ có xu hướng thay đổi chính sách của mình sau khi có một sự suy thoái trong khu vực tư nhân. Trung bình, giá cổ phiếu giảm tại thời điểm thông báo về những thay đổi chính sách. Sự giảm giá chứng khoán được kỳ vọng sẽ lớn nếu sự không chắc chắn về chính sách của chính phủ là cao, chính sách thay đổi làm tăng tính dễ biến động, rủi ro và mối tương quan giữa các cổ phiếu.

Gần đây, một số nghiên cứu đã đưa bất ổn chính sách kinh tế vào mô hình dự báo biến động trên TTCK. (Liu & Zhang, 2015) đã tìm thấy bằng chứng rằng sự bất ổn chính sách kinh tế cao hơn sẽ dẫn đến sự gia tăng đáng kể biến động của thị trường này. Một nghiên cứu khác của (Baker và cộng sự, 2016), tác giả đã xây dựng một chỉ số mới thể hiện bất ổn trong chính sách kinh tế của 24 quốc gia (Úc, Canada, Trung Quốc, EU, Đức, HongKong, Ai-Len, Nhật Bản, Mexico, Nga, Anh, Tây Ban Nha, Mỹ, Brazil, Chile, Colombia, Pháp, Hy Lạp, Ấn Độ, Ý, Hàn Quốc, Hà Lan, Singapore, Thụy Điển) bằng cách sử dụng những thông tin trên các báo cáo, tạp chí về bất ổn kinh tế liên quan đến chính sách, các quy định về thuế (chính sách tài khóa) hay các vấn đề kinh tế khác...Chỉ số này được tính toán cho từng quốc gia, và tác giả đã sử dụng những đo lường mới này để điều tra mối quan hệ của bất ổn chính sách đến biến động giá cổ phiếu của công ty, tỷ lệ đầu tư, và tăng trưởng việc làm. Bằng cách sử dụng dữ liệu vĩ mô trong phân tích mô hình vector tự hồi quy (VAR), kết quả cho thấy rằng sự bất ổn cao trong chính sách ở Hoa Kỳ và Châu Âu trong những năm gần đây có thể đã làm tổn hại đến hiệu suất kinh tế vĩ mô. Bên cạnh đó, tác giả cũng tìm ra

bằng chứng cho thấy sự bất ổn về chính sách sẽ dẫn đến giá cổ phiếu của công ty biến động, cụ thể khi chỉ số bất ổn chính sách tăng 1% thì biến động giá của cổ phiếu tăng 0.11%. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với các lý thuyết nhấn mạnh tác động kinh tế tiêu cực của các cú sốc bất ổn chính sách.

Một nghiên cứu khác của (Pirgaip, 2017) xem xét mối quan hệ nhân quả giữa bất ổn chính sách kinh tế của OECD và giá cổ phiếu ở 14 nước trong khu vực này. Sử dụng phương pháp nhân quả Granger đối với dữ liệu bảng (panel Granger causality), tác giả tìm thấy bằng chứng mạnh mẽ rằng giá cổ phiếu có tính nhân quả Granger với EPU ở các nước như Ý, Canada, Hà Lan, Ireland, Tây Ban Nha, Úc và Hàn Quốc. Mối quan hệ nhân quả này cũng có thể tồn tại theo chiều ngược lại trong một số trường hợp của Thụy Điển và Đức và có thể không tồn tại ở một số quốc gia như Nhật Bản, Chile và Pháp. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy không có quốc gia nào tồn tại mối quan hệ nhân quả hai chiều giữa hai biến này. Kết quả trên ngầm ý rằng TTCK ở các nước OECD là một sự lựa chọn tốt khi có mức độ không chắc chắn cao về chính sách kinh tế, vì không có mối quan hệ theo chiều EPU đến giá cổ phiếu trừ Thụy Điển và Đức.

Như vậy, dù thực hiện các phương pháp khác nhau nhưng hầu hết các kết quả nghiên cứu đều sử dụng số liệu về chỉ số EPU được tính toán riêng cho các nước phát triển như Anh, Mỹ để xem xét xem liệu những bất ổn trong chính sách kinh tế của quốc gia này có ảnh hưởng đến sự biến động của TTCK hay không. Cụ thể, những bất ổn chính sách kinh tế đa số có tác động ngược chiều đến TTCK, tuy nhiên, vẫn có một số quốc gia lại không tồn tại mối quan hệ này hoặc có nhưng lại theo chiều nhân quả từ giá cổ phiếu đến EPU. Tuy nhiên, vẫn chưa có nghiên cứu cụ thể nào đánh giá tác động của những bất ổn kinh tế toàn cầu đến các quốc gia mới nổi,

chính vì vậy, việc xem xét tác động này đối với TTCK của các quốc gia này trong khu vực Châu Á là điều cần thiết.

3. Phương pháp nghiên cứu

Có rất nhiều phương pháp để kiểm tra mối quan hệ giữa 2 biến số cũng như tác động của hai biến này với nhau như mô hình tự hồi quy vector (VAR) hay mô hình hiệu chỉnh sai số (VECM) (Baker và cộng sự, 2016), hoặc mô hình nhân quả Granger đối với dữ liệu bảng (Pirgaip, 2017),... Tuy nhiên, với mục tiêu của nghiên cứu là chỉ xem xét có hay không tác động của những bất ổn chính sách kinh tế thế giới đối với giá cổ phiếu trên TTCK của 7 quốc gia mới nổi trong khu vực Châu Á là Hồng Kong, Indonesia, Hàn Quốc, Malaysia, Phillipines, Thái Lan và Việt Nam, chính vì vậy tác giả sử dụng phương pháp thống kê, tổng hợp, phân tích số liệu thực nghiệm, kết hợp với việc sử dụng mô hình VAR với giả định rằng giá cổ phiếu trên thị trường hiện chỉ đang bị ảnh hưởng bởi yếu tố bất ổn chính sách kinh tế để làm rõ hơn tác động này.

Mô hình VAR có dạng như sau:

$$Y_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \beta_i Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Trong đó:

Y_t là vector $n \times 1$ biến ngẫu nhiên dừng. Vector Y_t bao gồm giá cổ phiếu SP lần lượt của 7 nước mới nổi trong khu vực Châu Á và EPU là chỉ số bất ổn chính sách kinh tế, $Y_t = [SP_t, EPU_t]$

α là vector của hằng số

β_i là ma trận của các hệ số trễ

ε_t là vector của hạng nhiễu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu hàng tháng trong giai đoạn từ tháng 07/2000 đến tháng 02/2018. Hai biến EPU và SP được biểu diễn với dạng logarit để đảm bảo tính dừng, nguồn

dữ liệu và mô tả các biến trong mô hình được trình bày trong bảng 1. Trong đó, biến SP được đại diện bởi chỉ số chứng khoán trên TTCK Hồng Kong (HK), Hàn Quốc (KOREA), Việt Nam (VN), Thái Lan (THAI), Malaysia (MALAY), Philippines (PHIL) và Indonesia (INDO), nghiên cứu sẽ hồi quy từng mô hình tương ứng với từng biến chỉ số chứng khoán của 7 quốc gia trên. Biến EPU là một biến khá mới trong nghiên cứu thực nghiệm về các yếu tố kinh tế nói chung và TTCK nói riêng, EPU là chỉ số thể hiện sự bất ổn trong chính sách kinh tế (Economic policy uncertainty). Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng chỉ số bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu (Global economic policy uncertainty) để xem

xét mối quan hệ với biến giá cổ phiếu trong mô hình. Global EPU là chỉ số được tính toán bằng giá trị EPU trung bình của 20 quốc gia, với trọng số là GDP của các quốc gia này. Các quốc gia tham gia vào chỉ số Global EPU chiếm khoảng 70% sản lượng toàn cầu dựa trên sơ cơ điều chỉnh PPP (ngang giá sức mua) và khoảng 79% trên thị trường ngoại hối. Chính vì vậy, Global EPU là chỉ số có thể đại diện để phản ánh sự bất ổn trong chính sách kinh tế toàn cầu do nó được đại diện cho phần lớn các quốc gia phát triển trên thế giới. Số liệu về Global EPU được đăng tải trên website <http://www.policyuncertainty.com/index.html>.

Bảng 1: Các biến trong mô hình hồi quy

Biến nghiên cứu	Ký hiệu	Giải thích biến	Nguồn dữ liệu
Biến động chính sách kinh tế toàn cầu	EPU	Chỉ số đo lường mức độ biến động của chính sách kinh tế thế giới được xây dựng bởi (Baker và cộng sự, 2016) với số liệu của 20 quốc gia phát triển trên thế giới.	http://www.policyuncertainty.com/
Giá cổ phiếu của Hồng Kong	HK	Chỉ số Hang Seng Index (HK50) trên TTCK Hồng Kông	https://www.hsi.com.hk/eng
Giá cổ phiếu của Hàn Quốc	KOREA	Chỉ số KOSPI trên TTCK Hàn Quốc	https://global.krx.co.kr/
Giá cổ phiếu của Việt Nam	VN	Chỉ số VN-Index trên TTCK Việt Nam	https://www.hsx.vn/
Giá cổ phiếu của Malaysia	MALAY	Chỉ số KLCI trên TTCK Malaysia	http://www.bursamalaysia.com
Giá cổ phiếu của Philippines	PHIL	Chỉ số PSEI trên TTCK Phillipines	https://www.pse.com.ph/
Giá cổ phiếu của Indonesia	INDO	Chỉ số JKSE trên TTCK Indonesia	http://www.idx.co.id/
Giá cổ phiếu của Thái Lan	THAI	Chỉ số SET trên TTCK Thái Lan	https://www.set.or.th/

Nguồn: Tác giả tổng hợp

4. Kết quả thực nghiệm

Nhìn chung, với các biến được sử dụng trong mô hình là EPU, HK, KOREA, VN,

MALAY, PHIL, INDO, THAI có độ lệch chuẩn nhỏ (từ 0.13 đến 0.4), tức độ ổn định của các số liệu thống kê này quanh giá trị

trung bình cao. Thêm vào đó các biến này có giá trị lớn nhất và nhỏ nhất không chênh lệch nhau quá nhiều, nhất là các biến đại diện cho

giá cổ phiếu trên TTCK của 7 quốc gia mới nổi trong khu vực Châu Á.

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến

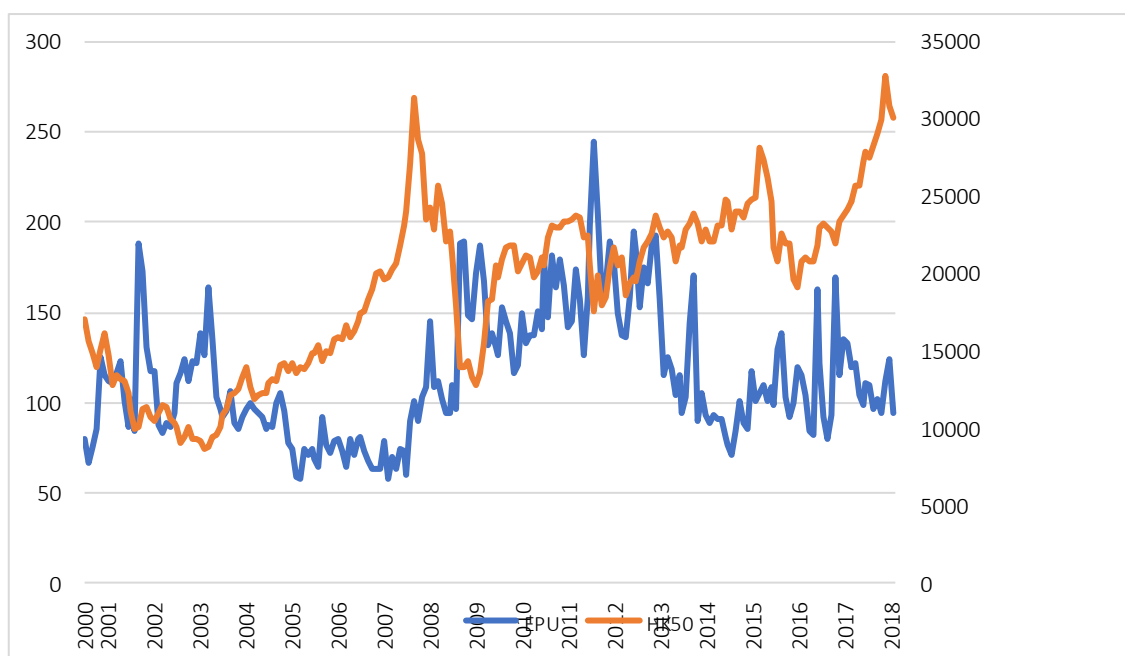
Biến	Số quan sát	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
EPU	212	2.04	0.13	1.76	2.39
VN		2.61	0.23	2.01	3.06
HK		4.26	0.14	3.94	4.52
KOREA		3.14	0.19	2.68	3.41
MALAY		3.07	0.16	2.76	3.27
PHIL		3.50	0.29	2.99	3.94
INDO		3.29	0.40	2.55	3.82
THAI		2.91	0.23	2.43	3.26

Nguồn: Tác giả tính toán

Khi thực hiện phân tích số liệu thực tế, hình 1 biểu diễn mối quan hệ giữa EPU và giá cổ phiếu trên TTCK Hồng Kông giai đoạn 2000-2018, có thể thấy rằng hai biến số

này có xu hướng biến động ngược chiều nhau ở nhiều thời điểm trong giai đoạn nghiên cứu.

Hình 1: Biến động của chỉ số bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu (EPU) và chỉ số HK50 ở Hồng Kông

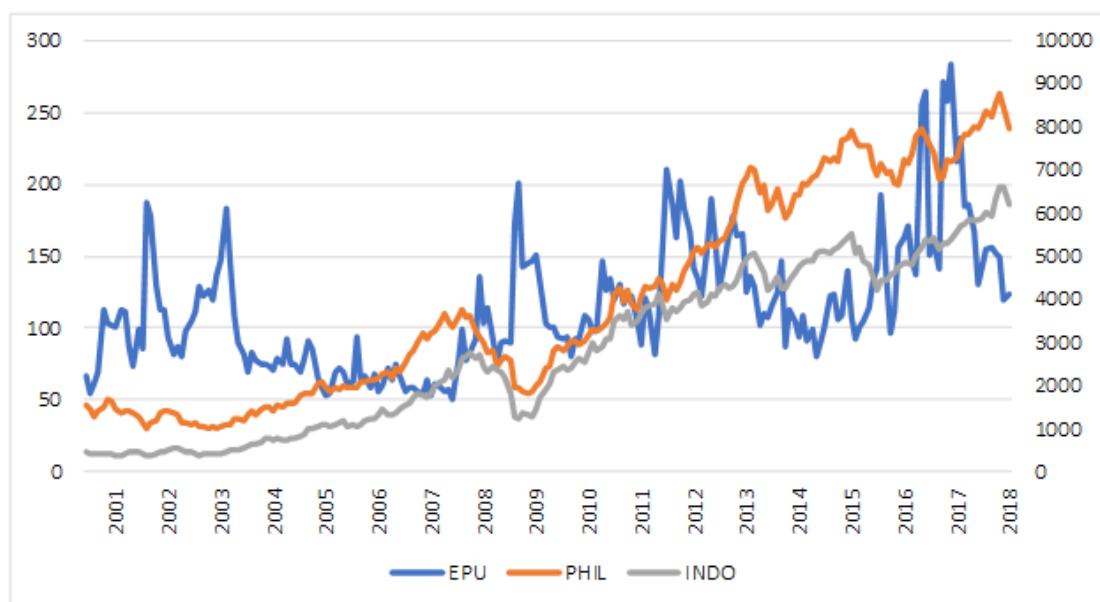


Nguồn: Tác giả tổng hợp

Giai đoạn 2002-2016 là giai đoạn mà thể hiện rõ nhất xu hướng biến động ngược chiều giữa hai biến số này, có thể thấy rằng, khi bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu càng lớn thì chỉ số chứng khoán của Hồng Kông càng

giảm và ngược lại, hay giá cổ phiếu có xu hướng biến thiên ngược chiều với những thông tin có liên quan đến việc thay đổi chính sách kinh tế của các quốc gia lớn trên thế giới.

Hình 2: Biến động của chỉ số bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu (EPU) và chỉ số chứng khoán của Philippines và Indonesia

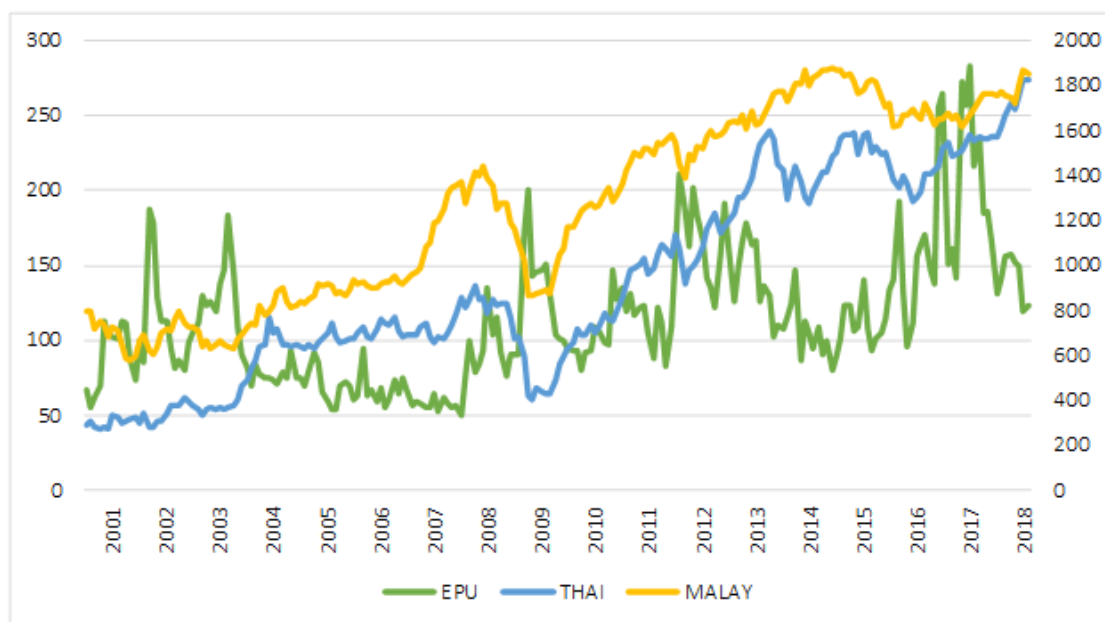


Nguồn: Tác giả tổng hợp

Chỉ số PSEI của Philippines và chỉ số JKSE của Indonesia có khuynh hướng biến thiên tương tự nhau, khi so sánh với chỉ số EPU toàn cầu cũng cho thấy kết quả tương tự như Việt Nam (hình 2). Tuy nhiên, sự biến

động ngược chiều của hai chỉ số này so với EPU chỉ thể hiện rõ nhất trong giai đoạn 2008-2010 và 2011-2013, các giai đoạn này trùng với những đợt khủng hoảng kinh tế thế giới đã diễn ra.

Hình 3: Biến động của chỉ số bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu (EPU) và chỉ số chứng khoán của Thái Lan và Malaysia



Nguồn: Tác giả tổng hợp

Sự bất ổn chính sách kinh tế thế giới và chỉ số chứng khoán của Malaysia biến động ngược chiều ở đa số các thời điểm trong giai đoạn xem xét là từ 2000-2018, điều này cho thấy rõ sự biến thiên trái chiều của giá chứng khoán Malaysia khi có sự thay đổi trong chính sách kinh tế thế giới. Tuy nhiên, đối với chỉ số chứng khoán SET của Thái Lan, xu hướng biến động ngược chiều cũng chỉ xảy ra ở một vài thời điểm như giai đoạn 2001-2003; 2009-2010 hay 2013-2016.

Tác giả kiểm tra tính dừng của các biến dựa trên kiểm định Augmented Dickey Fuller (ADF test). Kết quả được trình bày ở bảng 3, theo đó tất cả các biến quan sát đều dừng ở sai phân bậc 1.

Bảng 3: Kết quả kiểm định tính dừng theo ADF test

Biến nghiên cứu		Bậc 0	Sai phân bậc 1
EPU		-2.51	-12.2
HK		-0.93	-12.7
INDO		-1.24	-11.4
KOREA		-1.17	-13.7
MALAY		-0.68	-12.9
PHIL		-0.35	-13.1
THAI		-1.18	-13.3
VN		-2.28	-9.78
Giá trị tới hạn	1%	-3.46	-3.46
	5%	-2.87	-2.87
	10%	-2.57	-2.57

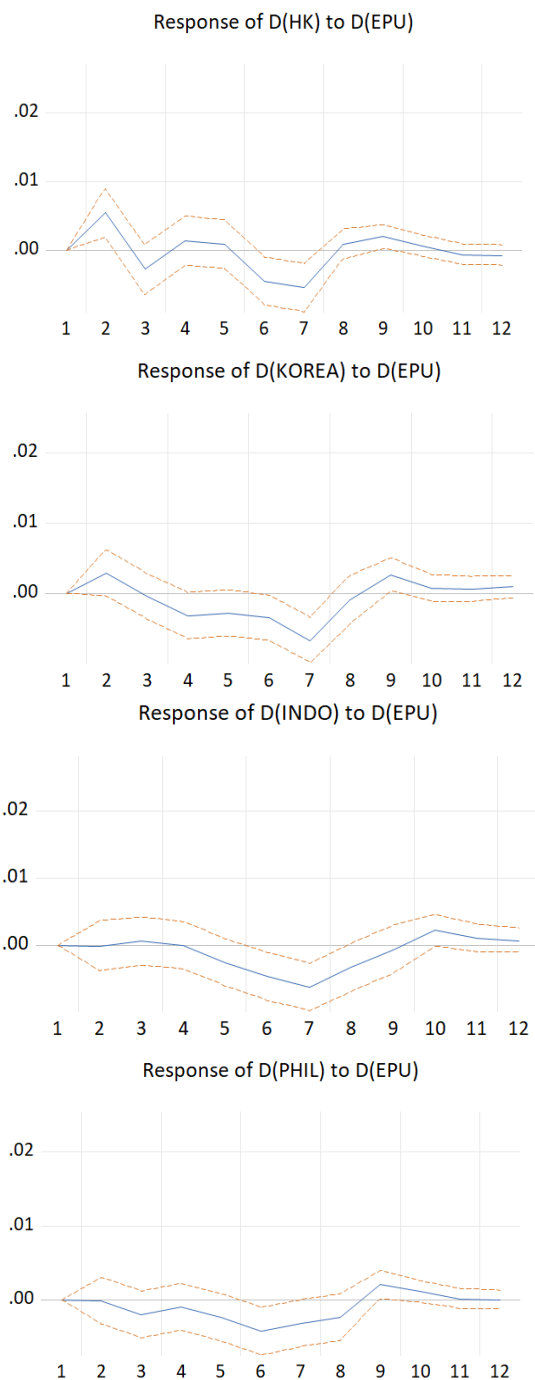
Nguồn: Tác giả tính toán

Mô hình VAR trong phương trình (1) được ước lượng cho từng quốc gia với độ trễ nằm trong khoảng từ 4-8 được xác định dựa trên tiêu chuẩn Akaike info criterion (AIC) và Schwarz criterion (SC), thêm vào đó, với độ trễ này mô hình cho lần lượt các biến giá cổ phiếu ở 7 quốc gia đều có tính ổn định cao do giá trị nghịch đảo nghiệm đặc trưng đều nằm trong vòng tròn đơn vị.

Kết quả tác động của biến EPU và giá cổ phiếu ở từng quốc gia được tác giả thực hiện thông qua hàm phản ứng đẩy (hình 4). Theo đó, ngoài cú sốc do chính giá cổ phiếu tác

động, khi có cú sốc bên ngoài xảy ra, tức cú sốc do EPU, thì giá cổ phiếu ở các quốc gia như Hồng Kông, Indonesia, Hàn Quốc và Phillipines cũng bị ảnh hưởng đáng kể.

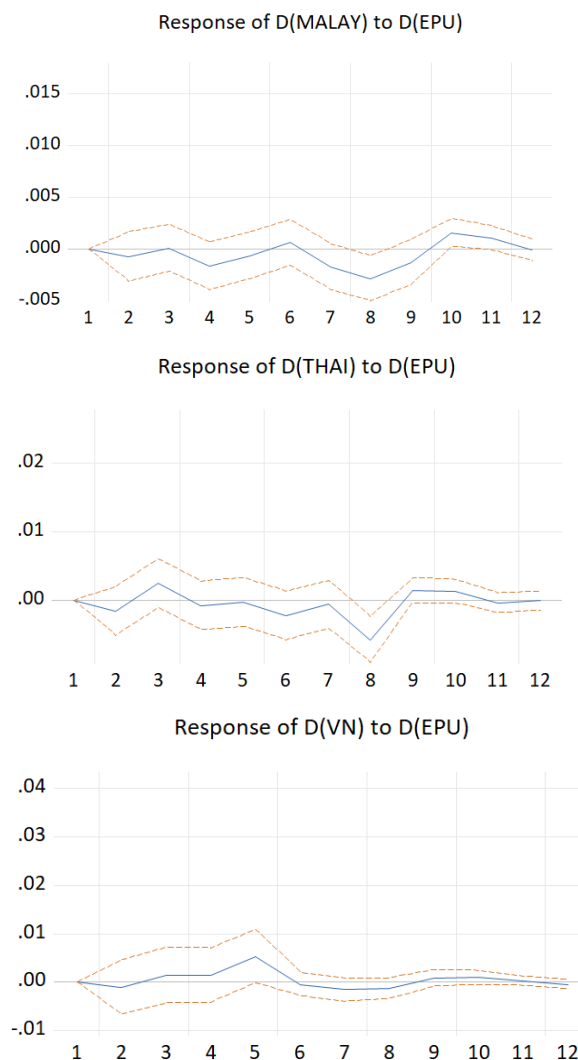
Hình 4: Phản ứng của giá cổ phiếu ở Hồng Kông, Indonesia, Hàn Quốc và Phillipines trước cú sốc của EPU



Nguồn: Tác giả tính toán

Cụ thể, giá cổ phiếu ở các nước này có phản ứng ngược chiều với cú sốc do EPU gây ra, phản ứng xảy ra và có ý nghĩa thống kê ở tháng thứ 6 đến tháng thứ 8 sau cú sốc. Như vậy, giá cổ phiếu ở các nước này sẽ giảm khi bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu tăng lên, mức giảm từ 0.004 – 0.007.

Hình 5: *Phản ứng của giá cổ phiếu ở Malaysia, Thái Lan và Việt Nam trước cú sốc của EPU*



Nguồn: Tác giả tính toán

Tương tự, khi xem xét cú sốc do EPU xảy ra, giá cổ phiếu ở Malaysia và Thái Lan cũng có biểu hiện tương tự (hình 5). Cụ thể, giá cổ phiếu ở 2 nước này giảm ở tháng thứ 8 và 9 sau khi cú sốc xảy ra, mức giảm lần lượt là 0.003 và 0.006. Như vậy, có thể thấy rằng giá

cổ phiếu ở Malaysia và Thái Lan cũng phản ứng ngược chiều khi có tác động của các bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu xảy ra. Tuy nhiên, đối với Việt Nam, nghiên cứu lại không tìm thấy mối quan hệ này do phản ứng không có ý nghĩa thống kê trong giai đoạn nghiên cứu.

Như vậy, kết quả thực nghiệm cho thấy sự thay đổi trong chính sách kinh tế toàn cầu đóng vai trò quan trọng nhất định trong việc giải thích sự biến động của giá cổ phiếu ở hầu hết các quốc gia mới nổi trong khu vực Châu Á mà tác giả nghiên cứu, cụ thể giá cổ phiếu ở Hồng Kông, Indonesia, Hàn Quốc, Malaysia, Phillipines và Thái Lan sẽ biến động ngược chiều với những thay đổi trong chính sách kinh tế của các nước phát triển mà đại diện cho nền kinh tế toàn cầu, khi những biến động trong chính sách kinh tế càng cao thì giá cổ phiếu càng giảm và ngược lại. Tuy nhiên, nghiên cứu lại không tìm thấy tác động này khi xem xét quốc gia là Việt Nam. Mức độ tác động của những bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu đến giá cổ phiếu sẽ tùy thuộc vào từng quốc gia cụ thể tuy nhiên nghiên cứu cho thấy mức độ tác động không cao và giá cổ phiếu không phản ứng ngay lập tức với cú sốc do EPU gây ra mà thời gian tác động từ 6-9 tháng sau khi cú sốc xảy ra. Các kết quả này tương đối hợp lý, vì trong thực tế giá cổ phiếu còn bị ảnh hưởng bởi rất nhiều yếu tố khác, không chỉ riêng sự bất ổn chính sách kinh tế thế giới, mà còn bị ảnh hưởng bởi chính sách tiền tệ của các nước này (cung tiền, lãi suất, tỷ giá hối đoái...), lạm phát hay tổng sản phẩm quốc nội ... (Li và cộng sự, 2010).

5. Kết luận

Nghiên cứu này xem xét tác động của sự bất ổn trong chính sách kinh tế toàn cầu đến giá cổ phiếu ở 7 quốc gia mới nổi trong khu vực Châu Á là Hồng Kông, Hàn Quốc, Việt Nam, Malaysia, Indonesia, Philippines và

Thái Lan, qua đó thấy được ảnh hưởng của yếu tố này đến TTCK của các quốc gia giai đoạn tháng 7/2000 đến tháng 02/2018. Sử dụng phương pháp thống kê, phân tích và hồi quy mô hình VAR, nghiên cứu cho thấy rằng mặc dù giá cổ phiếu ở Hồng Kông, Hàn Quốc, Malaysia, Indonesia, Philippines và Thái Lan không phản ứng ngay khi có tác động của những bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu nhưng kết quả cho thấy rằng giá cổ phiếu ở các quốc gia này có mối quan hệ ngược chiều với những thay đổi trong chính sách kinh tế thế giới, tuy nhiên, nghiên cứu lại không tìm thấy kết quả tương tự khi xem xét đến Việt Nam do phản ứng không có ý nghĩa thống kê trong giai đoạn nghiên cứu. Mức độ tác động của những bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu đến giá cổ phiếu ở 6/7 quốc gia nghiên cứu nằm trong khoảng từ 0.003-0.007 và xảy ra sau 6 đến 9 tháng sau khi cú sốc EPU xảy ra, tùy theo từng quốc gia.

Kết quả nghiên cứu này đã đưa ra một số hàm ý nhất định đối với các nhà hoạch định

chính sách. Thứ nhất, với các nền kinh tế mới nổi trong khu vực Châu Á như Hồng Kông, Hàn Quốc, Malaysia, Indonesia, Philippines và Thái Lan, những thay đổi trong chính sách kinh tế của các nước phát triển có thể tác động đáng kể đến TTCK của các nước này, biểu hiện qua sự thay đổi của giá cổ phiếu trên thị trường tài chính. Thứ hai, giá cổ phiếu cung cấp cái nhìn sâu sắc rằng hành vi của nhà đầu tư tham gia thị trường tài chính trước những thay đổi trong chính sách kinh tế của các nước phát triển có thể dẫn đến sự không chắc chắn trong việc đầu tư đặc biệt là dòng vốn ngoại, vì tâm lý nhà đầu tư thay đổi khi thị trường trong nước biến động do những biến động của thị trường thế giới. Thứ ba, các nhà hoạch định chính sách ở các quốc gia mới nổi trong khu vực Châu Á có thể dự báo những biến động chính sách kinh tế thế giới trong tương lai gần để giữ vững được tính ổn định của TTCK không bị bất ngờ bởi những thay đổi đột ngột, giữ vững tâm lý các nhà đầu tư trong và ngoài nước.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Antonakakis, N., Chatziantoniou, I., & Filis, G. (2013). Dynamic co-movements of stock market returns, implied volatility and policy uncertainty. *Economics letters*, 120(1), 87-92.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.
- Hassett, K. A., & Metcalf, G. E. (1999). Investment with uncertain tax policy: Does random tax policy discourage investment. *The Economic Journal*, 109(457), 372-393.
- Kang, W., & Ratti, R. A. (2013). Structural oil price shocks and policy uncertainty. *Economic Modelling*, 35, 314-319.
- Ko, J.-H., & Lee, C.-M. (2015). International economic policy uncertainty and stock prices: Wavelet approach. *Economics letters*, 134, 118-122.
- Lê Hồ An Châu, Ngô Sỹ Nam, & Huyền, N. T. M. (2018). Phản ứng của giá cổ phiếu đối với biến động chính sách kinh tế thế giới và chính sách tiền tệ tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 3((2018)), 05-22.
- Li, Y. D., Işcan, T. B., & Xu, K. (2010). The impact of monetary policy shocks on stock prices: Evidence from Canada and the United States. *Journal of International Money and Finance*, 29(5), 876-896.

- Liu, L., & Zhang, T. (2015). Economic policy uncertainty and stock market volatility. *Finance Research Letters*, 15, 99-105.
- Pastor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *The Journal of Finance*, 67(4), 1219-1264.
- Pirgaip, B. (2017). *The Causal Relationship Between Stock Markets and Policy Uncertainty in OECD Countries*. Paper presented at the RSEP International Conferences on Social Issues and Economic Studies, Barcelona.
- Rodrik, D. (1991). Policy uncertainty and private investment in developing countries. *Journal of Development Economics*, 36(2), 229-242.
- Wongswan, J. (2006). Transmission of information across international equity markets. *The Review of Financial Studies*, 19(4), 1157-1189.