

NHÂN TỐ KINH TẾ ẢNH HƯỞNG ĐẾN SỰ THAY ĐỔI GIÁ CỔ PHIẾU NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

THE IMPACT OF ECONOMIC FACTORS ON THE CHANGE IN STOCK PRICE ON THE HO CHI MINH CITY STOCK EXCHANGE

Ngày nhận bài: 12/02/2019

Ngày chấp nhận đăng: 09/07/2019

Nguyễn Thị Phương Dung

TÓM TẮT

Nghiên cứu các nhân tố kinh tế ảnh hưởng đến sự thay đổi giá cổ phiếu ngành bất động sản trên sàn chứng khoán TP. HCM. Các nhân tố kinh tế bao gồm 4 nhân tố: (1) lạm phát, (2) giá vàng, (3) tỷ giá hối đoái và (4) lãi suất. Số liệu được sử dụng là giá cổ phiếu được thu thập từ 30 cổ phiếu được niêm yết trên sàn HOSE, tỷ lệ lạm phát được đo lường bằng chỉ số Chỉ số giá tiêu dùng (CPI), giá vàng, tỷ giá hối đoái, lãi suất theo thời gian tần suất là tháng. Tất cả số liệu trên được thu thập cho khoảng thời gian từ ngày 01/01/2012 đến ngày 30/02/2018. Phương pháp phân tích được sử dụng là mô hình hồi quy đa biến. Kết quả nghiên cứu cho tỷ lệ lạm phát và lãi suất có mối quan hệ cùng chiều với sự thay đổi giá cổ phiếu ngành bất động sản. Hai nhân tố là tỷ giá hối đoái và giá vàng không ảnh hưởng đến sự thay đổi giá cổ phiếu.

Từ khóa: nhân tố kinh tế, giá cổ phiếu, sàn giao dịch chứng khoán TP. HCM.

ABSTRACT

Study on the impact of economic factors on the change in stock price on the Ho Chi Minh City Stock Exchange. Economic factors include: (1) inflation, (2) gold price, (3) exchange rate and (4) interest rate. The data used in study include quarterly series of portfolio price index of 30 stocks listed on HOSE, the inflation rate is measured by the Consumer Price Index (CPI), gold price, exchange rate, interest rate over time is month from 01/01/2012 to 30/02/2018. The method is used multivariate regression analysis. Study results also show that inflation and interest rates are positively related to the change in the price of real estate stocks. Two factors are the exchange rate and the gold price does not affect the change in stock prices.

Keywords: Economic factor, stock price, HOSE.

1. Giới thiệu

Ngành Bất Động Sản Việt Nam đã hình thành rất lâu, mang lại rất nhiều lợi ích kinh tế. Trong đó, thúc đẩy nhiều ngành và lĩnh vực của nền kinh tế phát triển như công nghiệp, nông nghiệp, giao thông vận tải, xây dựng, các loại hình dịch vụ, du lịch.... Thị trường nhà ở phát triển nhanh góp phần thúc đẩy các hoạt động đầu tư phát triển (cả đầu tư trong và ngoài nước) đã từng bước cải thiện nhu cầu về chỗ ở của người dân, làm thay đổi nhanh nền kinh tế và xã hội của Việt Nam; sự phát triển này cũng góp phần huy động được một số lượng vốn lớn trong dân đưa vào sử dụng trong nền kinh tế. Không những thế

ngành Bất Động Sản đã thúc đẩy sự phát triển của các đô thị và vùng nông thôn theo hướng văn minh, hiện đại. Với những đóng góp trên, ngành Bất Động Sản đã và đang trở thành một trong những ngành kinh tế không thể thiếu được của nước nhà. Tuy được hình thành từ rất lâu, nhưng do cuộc khủng hoảng kinh tế năm 2008 đã khiến nhiều ngành kinh tế gặp phải nhiều khó khăn, trong đó cũng có ngành Bất Động Sản Việt Nam. Từ năm 2008 đến nay có thể nói là một thách thức cực lớn cho ngành, khi cung – cầu bị mất cân đối từ

Nguyễn Thị Phương Dung, Khoa Kinh tế -
Trường Đại học Cần Thơ.

đầu năm, cuối năm Nhà Nước thắt chặt tiền tệ, làm tình hình nhiều khối nhà đất ngành Bất Động Sản bị đóng băng, nhiều chủ đầu tư bị phá sản. Điều này làm các chủ đầu tư e ngại đầu tư vào ngành, cho dù ngành đang có những khởi sắc tốt và vốn trở thành vấn đề cấp thiết nhất của ngành khi muốn phát triển. Cho nên, việc phát hành cổ phiếu thường trên sàn chứng khoán là cách để thu hút nguồn vốn nhanh chóng và ít tốn chi phí nhất.

Tuy nhiên, cổ phiếu Bất Động Sản trên thị trường chứng khoán biến động từng ngày. Diễn hình năm 2008 là một năm đầy biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam khi chỉ trong hơn 6 tháng đầu năm 2008, VN-Index đã sụt giảm trên 60% so với thời điểm cuối năm 2007. Riêng trong 3 tháng cuối năm 2008, VN-Index sụt giảm gần 35% so với thời điểm ngày 26/9/2008 và sụt tiếp gần 22% nữa trong 3 tháng kế tiếp. Do đó, nhà phát hành và nhà đầu tư phải luôn quan tâm đến các nhân tố tác động đến giá cổ phiếu để từ đó đưa ra quyết định tìm kiếm cơ hội sinh lời và hạn chế rủi ro xảy ra. Xuất phát từ tầm quan trọng cũng như tính cấp thiết của việc tìm hiểu các nhân tố tác động đến giá cổ phiếu thường nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh cũng như phát triển của ngành Bất Động Sản. Vì vậy, bài viết **“Nhân tố kinh tế ảnh hưởng đến sự thay đổi giá cổ phiếu: ngành Bất Động Sản trên sàn giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh”** nhằm mang đến cho các bên liên quan cái nhìn toàn diện hơn để có thêm thông tin, có cái nhìn chiến lược hơn khi phân tích, dự báo cơ hội tăng trưởng của các doanh nghiệp, làm cơ sở để phân bổ danh mục đầu tư hiệu quả, từ đó nâng cao giá trị của công ty thông qua giá cả cổ phiếu của chính công ty đó.

2. Cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Các chỉ số kinh tế vĩ mô của một quốc gia ảnh hưởng đến giá cổ phiếu nói chung là kết

quả được Fama (1981) nghiên cứu và tiếp theo kết quả nghiên cứu của ông, có rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm khám phá xem kết quả của Fama là nền tảng cho công trình nghiên cứu của họ ở một số quốc gia trên thế giới. Những năm gần đây, xu thế toàn cầu hóa ngày càng hội nhập sâu và rộng – đã thu hút một số lượng lớn các nhà nghiên cứu ở Mỹ và Châu Âu nghiên cứu về chủ đề này (Dickinson, 2000; Kyereboah và Agyire, 2008). Phần lớn các nghiên cứu đã chứng minh được các yếu tố kinh tế là tỉ lệ lãi suất cho vay, chỉ số lạm phát ảnh hưởng đến hiệu quả thị trường chứng khoán. Kết quả nghiên cứu này được thực hiện ở các nước phát triển, liệu rằng ở các nước đang phát triển như ở Việt Nam – nền kinh tế chuyển đổi thì còn yếu tố nào khác ảnh hưởng nữa hay không? Để trả lời câu hỏi trên nghiên cứu tiến hành tổng kết lý thuyết về chủ đề này đối với các công trình nghiên cứu trong và ngoài nước như sau:

Trước hết nghiên cứu bắt đầu bằng từ khóa “các nhân tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu”, nghiên cứu đã nhận được trên 100 kết quả nghiên cứu nước ngoài có liên quan. Hầu hết, các nghiên cứu quan tâm đến sự thay đổi của giá cổ phiếu được xét ở 3 quan điểm. Trước hết là các nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến giá trị cổ phiếu từ góc nhìn của công ty như tỉ lệ cổ tức (Tamimi và Hussein, 2007; Uddin và cộng sự, 2013). Thứ hai là dựa trên cách tiếp cận ảnh hưởng của giá dầu đến sự thay đổi giá cổ phiếu ở các quốc gia dầu mỏ (Bildirici và Badur, 2019). Và cuối cùng là các nhân tố ảnh hưởng từ yếu tố vĩ mô như lạm phát, lãi suất (Puah và Jayaraman, 2007; Reilly và cộng sự, 2007), chỉ số giá tiêu dùng (Gunasekarage và cộng sự, 2004; Farooq và Ahmed, 2017). Nghiên cứu xác định cách tiếp cận cho bài viết này theo các nhân tố kinh tế vĩ mô ảnh hưởng đến sự thay đổi giá cổ phiếu, kết quả tìm kiếm cho thấy có 10 công trình nghiên cứu của

nước ngoài có liên quan giai đoạn 2000-2019. Nhân tố kinh tế vĩ mô được nhắc đến đầu tiên trong công trình nghiên cứu của mình là lãi suất và lạm phát (Qenae và cộng sự, 2002); Tamimi và Hussein (2007) bổ sung thêm nhân tố chỉ số giá tiêu dùng. Ngoài ra, còn các công trình nghiên cứu riêng lẻ như Farooq và Ahmed (2017) nghiên cứu về lạm phát ảnh hưởng đến giá cổ phiếu; giá dầu ảnh hưởng đến giá cổ phiếu (Raza và cộng sự, 2016; Delgado và cộng sự, 2018); giá vàng ảnh hưởng đến giá cổ phiếu (Raza và cộng sự, 2016). Giá dầu, giá vàng được xem là nhân tố kinh tế có ảnh hưởng đến sự thay đổi của giá cổ phiếu, thế nhưng các nhà nghiên cứu chưa thực hiện đồng thời cùng với các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng đến sự thay đổi của giá cổ phiếu. Thế nhưng giá vàng có khả năng ảnh hưởng đến giá cổ phiếu ngành Bất động sản vì Chính Phủ Việt Nam kiểm soát giá vàng và có nhiều chính sách hỗ trợ cho vay giải quyết Bất động sản đóng băng trong khoảng thời gian dài. Do đó, giá vàng được xem là sẽ ảnh hưởng đến giá cổ phiếu ngành này. Giá dầu có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu nói chung nhưng sẽ không ảnh hưởng đến giá cổ phiếu ngành Bất động sản Việt Nam. Vì vậy, trong bài viết này nghiên cứu không xen xét ảnh hưởng của giá dầu. Từ khoảng trống về lý thuyết này nghiên cứu cho rằng cần phải bổ sung nhân tố giá vàng vào công trình nghiên cứu của mình. Các yếu tố kinh tế vĩ mô được xem xét trong bài viết này là lãi suất, lạm phát, chỉ số giá tiêu dùng và giá vàng.

Nghiên cứu tổng quan các công trình nghiên cứu trong nước: Ở Việt Nam đã có một vài nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam (Hussainey và Lê Khánh Ngọc, 2009; Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo, 2013; Trương Đông Lộc, 2014). Hầu hết các nghiên cứu đo lường các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng đến giá cổ phiếu nói

chung mà không nghiên cứu cụ thể cho một ngành. Thêm vào đó, thực hiện các yếu tố kinh tế vĩ mô còn rời rạc. Các kết quả nghiên cứu này còn cho thấy có những kết luận trái chiều và không thống nhất về kết quả do cách khai thác và đo lường số liệu từ nhiều ngành nghề khác nhau. Vì thế, kết quả chỉ đại diện cho thị trường chứng khoán nói chung mà chưa điển hình cho một ngành cụ thể; do đó, rất có thể mức độ ảnh hưởng là khác nhau. Và đó cũng chính là những thông tin quan trọng cho nhà đầu tư lựa chọn các kênh đầu tư hiệu quả. Mục đích chính của nghiên cứu là xác định mức độ tác động của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến sự thay đổi của giá cổ phiếu ngành Bất động sản thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

2.2. Mô hình nghiên cứu đề xuất

Nhân tố lạm phát: Friedman (1977), cho rằng thông tin về lạm phát làm giảm giá chứng khoán bởi những tin hành lang, và điều này đã được Fischer (1981) chứng minh rằng lạm phát không có liên quan nhiều đến yếu tố giá và tác giả lập luận rằng những sai lệch này làm giảm giá cổ phiếu. Cả hai lập luận ở trên là phù hợp với kết quả của Ball và Romer (2003), người đã phát triển mô hình trong đó lạm phát làm giảm giá cả cổ phiếu và tác giả cho rằng nguyên nhân của lạm phát có liên quan đến giá hiện tại và tương lai. Điều này có thể lý giải rằng lạm phát dẫn đến sự biến động về giá cổ phiếu và nó gây khó cho các nhà đầu tư là không có khả năng dự báo chính xác tình hình lạm phát hiện tại là cao, do đó làm cho họ không có thông tin nhiều về giá cổ phiếu (Hsu và cộng sự, 2013). Các nghiên cứu trước cũng kết luận rằng các nhà đầu tư cũng nhạy cảm với những cổ phiếu biến động về giá (Foucault và Frésard, 2012; Farooq và Amin, 2017)

Tóm lại, các công trình nghiên cứu trước đây cho rằng lạm phát, lãi suất ảnh hưởng ngược chiều đến giá cổ phiếu (Wongbangpo và

Sharma, 2002; Gunasekarage và cộng sự, 2004) và do đó nghiên cứu cần kiểm chứng mối quan hệ này ở thị trường Việt Nam như sau:

H1: Có mối quan hệ âm giữa lạm phát và giá cổ phiếu ngành bất động sản trên sàn giao dịch chứng khoán.

Nhân tố giá vàng: Có rất nhiều nghiên cứu trước đây đã nhấn mạnh là có mối quan hệ giữa giá vàng và giá cổ phiếu. Điển hình là Raza và cộng sự (2016) đã xác định tác động của thông tin bất cân xứng giữa giá vàng đến thị trường chứng khoán ở nền kinh tế mới nổi. Một nghiên cứu khác bởi Jain và Biswal (2016) đã khám phá ra mối quan hệ giữa giá vàng, tỷ giá hối đoái ở thị trường chứng khoán India. Hầu hết các kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng giá vàng có mối quan hệ với giá cổ phiếu. Và ở thị trường Việt Nam, nghiên cứu của Trương Đông Lộc (2014) đã chỉ ra được có mối quan hệ ngược chiều giữa giá vàng và giá cổ phiếu. Nghiên cứu này sẽ kiểm định lại giả thuyết này cho ngành bất động sản như sau:

H2: Có mối quan hệ âm giữa giá vàng và giá cổ phiếu ngành bất động sản trên sàn giao dịch chứng khoán.

Nhân tố tỷ giá hối đoái: Basher và Sadorsky (2006) có mối quan hệ giữa cổ phiếu ở các thị trường mới nổi. Mối quan hệ này cũng được tìm thấy ở những quốc gia xuất khẩu dầu là tỷ giá hối đoái và giá cổ phiếu phụ thuộc vào giá dầu nhiều hơn là các nước nhập khẩu dầu (Aloui và Ben, 2016; Kayalar và cộng sự, 2017). Điều này có nghĩa là tỷ giá hối đoái có liên quan mạnh đối với các doanh nghiệp xuất khẩu có niêm yết trên sàn giao dịch và tỷ giá này có ảnh hưởng lớn đến giá trị của một cổ phiếu của công ty. Thế nhưng, ở Việt Nam tỷ giá hối đoái có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của ngành bất động sản trong nước không? Và điều này đã được Trương Đông Lộc (2014) đã chứng minh trong công trình nghiên cứu là tỷ giá hối đoái có mối tương quan thuận

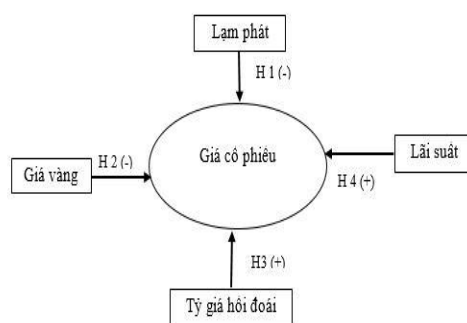
với sự thay đổi của giá cổ phiếu. Nghiên cứu này cần kiểm định giả thuyết này cho ngành bất động sản như sau:

H3: Có mối quan hệ dương giữa tỉ giá hối đoái và giá cổ phiếu ngành bất động sản trên sàn giao dịch chứng khoán.

Nhân tố lãi suất: Theo Apergis và Eleftheriou (2002) đã chỉ ra rằng có mối quan hệ giữa tỉ lệ lãi suất và giá cổ phiếu đối với các nhà đầu tư cổ phiếu và trái phiếu, tác giả còn cho rằng tỉ lệ lãi suất càng cao thì các nhà đầu tư càng thích đầu tư vào trái phiếu vì khi đó giá cổ phiếu sẽ giảm và ngược lại. Tuy nhiên, thì điều này được tìm thấy là mối quan hệ ngược lại, nghĩa là có mối quan hệ cùng chiều giữa tỉ lệ lãi suất và giá cổ phiếu (Jayaraman, 2007; Reilly và cộng sự, 2007). Ngoài ra, kết quả nghiên cứu ở một số nước đang phát triển cũng chỉ ra rằng có mối quan hệ dương giữa lãi suất và lợi nhuận thu về từ cổ phiếu (Erdem và cộng sự, 2005; Bohl và cộng sự, 2007). Điều này có thể lý giải là có mối quan hệ dương giữa tỉ lệ lãi suất và giá cổ phiếu không chỉ ở các nước phát triển mà kết quả còn được tìm thấy ở các nước đang phát triển như Malaysia, Indonesia, Philippine và Thái Lan. Vì thế, bài viết này cần kiểm chứng mối quan hệ này ở thị trường Việt Nam như sau:

H4: Có mối quan hệ dương giữa tỉ lệ lãi suất và giá cổ phiếu ngành bất động sản trên sàn giao dịch chứng khoán

Mô hình nghiên cứu đề xuất



Hình 1. Mô hình nghiên cứu đề xuất

3. Số liệu sử dụng và phương pháp phân tích

Số liệu thứ cấp: Số liệu được sử dụng bài viết này bao gồm chuỗi giá của 30 cổ phiếu bất động sản được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Chỉ số giá tiêu dùng (CPI), giá vàng, tỷ giá hối đoái, lãi suất theo thời gian tần suất là tháng. Tất cả số liệu trên được thu thập cho khoảng thời gian từ ngày 01/01/2012 đến ngày 30/02/2018.

Phương pháp phân tích:

Nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích hồi quy OLS để ước lượng tác động của các yếu tố đến sự thay đổi giá cổ phiếu ngành bất động sản. Trước khi thực hiện hồi quy, nghiên cứu kiểm định các lỗi thường gặp trong mô hình hồi quy tuyến tính là phương

sai số thay đổi, tự tương quan, đa cộng tuyến. Hàm hồi quy được viết như sau:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon$$

Trong đó:

Y (biến phụ thuộc) là sự thay đổi giá của các cổ phiếu trong danh mục và được tính như sau:

$$Y_t = \log(P_t) - \log(P_{t-1}) = \log(P_t/P_{t-1})$$

Pt: Chỉ số giá của danh mục ở quý thứ t;
 $\beta_1 \rightarrow 4$ là hệ số ước lượng của biến độc lập

Pt-1: Chỉ số giá của danh mục ở quý thứ t-1;
 $X_1 \rightarrow 4$ là giá trị của các biến độc lập.

β_0 là hệ số chặn của mô hình;

ε là sai số của mô hình hồi quy.

Bảng 1: Diễn giải các biến trong mô hình hồi quy

Diễn giải	Phương pháp đo lường	Nguồn	Tần suất
X1: Lạm phát	Đo lường thông qua chỉ số giá tiêu dùng (CPI)	Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF)	Tháng
X2: Giá vàng	Đo lường thông qua giá vàng	Công ty SJC	Tháng
X3: Tỷ giá hối đoái	Đo lường thông qua tỷ giá VND/USD	Ngân hàng Vietcombank	Tháng
X4: Lãi suất	Đo lường thông qua lãi suất tiền gửi	Ngân Hàng Á Châu (ACB)	Tháng

Bảng 2: Danh sách các cổ phiếu niêm yết được chọn để nghiên cứu

STT	Tên công ty	STT	Tên công ty
1	Công ty Cổ phần Tập đoàn Sao Mai (ASM)	16	Công ty Cổ phần Bất động sản Điện lực Miền Trung (LEC)
2	Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Đô thị Dầu khí Cửu Long (CCL)	17	Công ty Cổ phần Long Hậu (LHG)
3	Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Nhà đất COTEC (CLG)	18	Công ty Cổ phần Đầu tư Năm Bảy Bảy (NBB)
4	Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2 (D2D)	19	Công ty Cổ phần Đầu tư Nam Long (NLG)
5	Công ty Cổ phần Đầu tư Căn nhà mơ ước (DRH)	20	Công ty Cổ phần Phát triển đô thị Từ Liêm (NTL)
6	Công ty Cổ phần Đệ Tam (DTA)	21	Công ty cổ phần Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL)

7	Công ty Cổ phần Dịch vụ và Xây dựng địa ốc Đất Xanh (DXG)	22	Công ty Cổ phần Phát triển Bất động sản Phát Đạt (PDG)
8	Công ty Cổ phần Tập đoàn FLC (FLC)	23	Công ty Cổ phần Quốc Cường Gia Lai (QCG)
9	Công ty Cổ phần Đầu tư Thương mại Bất động sản An Dương Thảo Điền (HAR)	24	Công ty Cổ phần Địa ốc Sài Gòn Thương Tín (SCG)
10	Công ty Cổ phần Phát triển nhà Bà Rịa-Vũng Tàu (HDC)	25	Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà (SJS)
11	Công ty Cổ phần Tư vấn - Thương mại - Dịch vụ Địa ốc Hoàng Quân (HQC)	26	Công ty Cổ phần Sonadezi Long Thành (SZL)
12	Công ty Cổ phần Đầu tư - Kinh doanh Nhà (ITC)	27	Công ty Cổ phần Kinh doanh và Phát triển Bình Dương (TDC)
13	Tổng Công ty Phát triển Đô Thị Kinh Bắc – Công ty Cổ phần (KBC)	28	Công ty Cổ phần Phát triển Nhà Thủ Đức (TDH)
14	Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH)	29	Tập đoàn VINGROUP - Công ty Cổ phần (VIC)
15	Công ty Cổ phần Đầu tư LDG (LDG)	30	Công ty Cổ phần Vạn Phát Hưng (VPH)

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thông tin về mẫu nghiên cứu

Trên cơ sở mẫu nghiên cứu các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô trong giai đoạn từ tháng 1

năm 2012 đến tháng 2 năm 2018, nghiên cứu tính toán được một số chỉ tiêu thống kê và được trình bày trong bảng 3.

Bảng 4: Đặc điểm mẫu nghiên cứu

Chi tiêu	N*	Lớn nhất	Trung bình	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
CPI (%)	74	159,94	144,42	126,20	8,95
Giá vàng (1.000 đồng/lượng)	74	47,20	37,30	30,43	3,87
Tỷ giá (đồng)	74	22,76	21,70	20,81	0,74
Lãi suất (%)	74	13,88	6,10	4	2,35

Nguồn: IMF, Ngân hàng Vietcombank, Công ty SJC, Ngân hàng ACB

N: Số quan sát

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) là chỉ số dùng để đo lường lạm phát, nhìn chung tình hình lạm phát của Việt Nam có biến động không lớn. Cụ thể, chỉ số tiêu dùng (CPI) cao nhất là 159,94%, thấp nhất là 126,20% và mức trung bình là 144,42%, độ lệch chuẩn là 8,95%. Trong giai đoạn này, giá vàng trong nước cao nhất ở mức trên 47 triệu

đồng/lượng, thấp nhất cũng ở khoảng 30,43 triệu đồng/lượng và trung bình nằm trong khoảng 37,3 triệu đồng/lượng. Từ kết quả bảng 3 cho thấy, tỷ giá hối đoái song phương VND/USD trong giai đoạn này trung bình khoảng 21,7 nghìn đồng/USD. Tỷ giá hối đoái cao nhất ở mức 22,76 nghìn đồng/USD và mức thấp nhất là 20,81 nghìn đồng/USD.

Lãi suất tiền gửi có nhiều biến động, khi lãi suất nhỏ nhất là 4%, cao nhất lại là 13,88% và trung bình là 6,1%.

4.2. Nhân tố kinh tế ảnh hưởng đến sự thay đổi giá cổ phiếu ngành bất động sản

Kiểm định phương sai sai số thay đổi, với giá trị $P = 0,0047$, cho phép ta bác bỏ giả thuyết H_0 , không có hiện tượng phương sai sai số thay đổi trong mô hình. Cũng tương tự, tác giả cũng kiểm định hiện tượng tự tương quan với giá trị P là 0,3223, chấp nhận giả thuyết H_0 không có hiện tượng tự tương quan. Đa cộng tuyến được kiểm định thông qua nhân tố phóng đại phương sai VIF, $VIF < 10$ nên mô hình cũng không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Kết quả phân tích hồi quy sau khi kiểm định các lỗi thường gặp trong hồi quy, được trình bày ở Bảng 4. Kết quả cho thấy 2 trong số 4 biến độc lập được đưa vào mô hình có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 10%. Điều này có nghĩa là sự thay đổi giá của các cổ phiếu nhóm ngành bất động sản bị ảnh hưởng bởi các nhân tố: CPI (X1), LAISUAT(X4) và không bị ảnh hưởng bởi GIAVANG (X2), TYGIA (X3).

Bảng 5: Kết quả phân tích hồi quy

Tên biến	Hệ số tương quan	Giá trị P-value
Hằng số	0,2944	0,786
CPI (X1)	0,0049	0,012 ^a
GIAVANG (X2)	0,0806	0,365
TYGIA (X3)	-0,4364	0,262
LAISUAT (X4)	0,0101	0,090 ^b
Số quan sát	73	
R ² điều chỉnh (%)	12,87	
Giá trị thống kê F	2,51	

a, b: Có ý nghĩa thống kê lần lượt ở mức 5%, 10%

Phương trình hồi quy được viết lại dưới dạng:

$$Y = 0,2944 + 0,0049\beta_1 + 0,0101\beta_4 + \varepsilon$$

4.2.1. Tỷ lệ lạm phát

Kết quả nghiên cứu của Wongbangpo và Sharma (2002); Gunasekarage và cộng sự (2004) và Trương Động Lộc (2014) đã chỉ ra rằng tỷ lệ lạm phát có mối quan hệ ngược chiều với giá cổ phiếu. Thế nhưng, nghiên cứu này cũng đã chứng minh kết quả nghiên cứu là có mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ lạm phát và giá cổ phiếu. Giá trị hồi quy của biến chỉ số giá tiêu dùng (CPI) là 0,0049, hệ số này có mức ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Điều này cho thấy CPI có tác động cùng chiều với sự thay đổi giá của cổ phiếu ngành bất động sản, cụ thể là khi chỉ số giá tiêu dùng tăng 1% thì giá cổ phiếu ngành bất động sản tăng 0,49%, nhưng chỉ số này tăng rất ít. Riêng với bài nghiên cứu này, có thể giải thích do tâm lý nhà đầu tư Việt Nam, khi lạm phát tăng, đồng tiền mất giá, khi đó thị trường tiền tệ sẽ đóng băng, các nhà đầu tư sẽ chuyển sang đầu tư vào thị trường vốn chứ không để đồng tiền nhàn rỗi. Điều này làm cho cổ phiếu bất động sản tăng cùng chiều với lạm phát. Nhưng cũng do lạm phát, làm cho giá cả tăng đồng tiền mất giá, làm nhà đầu tư rất e ngại với việc đầu tư. Do có cả những nguyên nhân tác động cùng chiều và ngược chiều nên là cho giá cổ phiếu bất động sản có tăng nhưng rất thấp. Một điều đáng lo ngại hơn là vì lạm phát làm cho giá cổ phiếu tăng nhưng quá thấp, thì lạm phát cũng có thể làm cho giá cổ phiếu giảm vì sự chênh lệch giữa tăng và giảm giá cổ phiếu bất động sản quá thấp.

4.2.2. Lãi suất

Trong mô hình nghiên cứu, nếu các yếu tố khác không đổi thì khi lãi suất tăng 1% sẽ tác động cùng chiều làm cho giá cổ phiếu bất động sản tăng 1,01%. Cũng tương tự như lạm phát, lãi suất cũng có ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu bất động sản, nhưng sự ảnh

hường này lại không cao. Có thể hiểu rằng, khi lãi suất tăng 1% thì giá cổ phiếu bất động sản chỉ tăng lên được hơn mức lãi suất là 0,1%. Vì thị trường chứng khoán luôn có mối quan hệ mật thiết với thị trường tiền tệ, khi thị trường này tăng thì thị trường kia sẽ giảm và ngược lại. Nên khi lãi suất tăng, nhà đầu tư sẽ chọn thị trường tiền tệ để đầu tư, làm cho cổ phiếu mất giá. Nhưng ở Việt Nam, do thị trường chứng khoán là một thị trường mới, các nhà đầu tư đa số là nhỏ lẻ và ít có kinh nghiệm, nhất là cổ phiếu bất động sản chỉ mới ra đời vào năm 2012, nên cũng có một số nhà đầu tư lại cho rằng khi giá cổ phiếu giảm thì cũng lại tăng nên họ mua để chờ cơ hội mà bán ra để kiếm lời. Chính điều này đã làm cho giá cổ phiếu bất động sản không giảm mà lại tăng nhẹ.

Một điều bất ngờ là kết quả phân tích hồi quy cho thấy mối quan hệ giữa hai biến giá vàng, tỷ giá với sự thay đổi giá của cổ phiếu ngành bất động sản không có ý nghĩa thống kê. Như vậy, không có cơ sở để kết luận rằng giá vàng và tỷ giá có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu ngành bất động sản. Có thể nói, trong nghiên cứu này cổ phiếu ngành bất động sản không bị ảnh hưởng bởi giá vàng và tỷ giá vì bất động sản là một ngành có vòng quay cực thấp, thời gian hoàn vốn chậm, nhưng giá vàng và tỷ giá hối đoái lại có biên độ dao động nhanh, những nhà đầu tư vào cổ phiếu bất động sản Việt Nam lại đa phần là nhà đầu tư có vốn nhàn rỗi, họ không cần lợi nhuận từ sự chênh lệch từ giá, mà họ chỉ cần lợi nhuận cổ phiếu được chi trả. Cho nên, khi giá vàng và tỷ giá tăng cao những nhà đầu tư này sẽ ít bị ảnh hưởng bởi sự tăng giá này.

Ngoài ra, trong mô hình hồi quy trên, giá trị của R^2 là 12,87%, điều này có nghĩa là các biến độc lập trong mô hình giải thích được 12,87% sự thay đổi của biến phụ thuộc (sự thay đổi giá cổ phiếu bất động sản). Bên cạnh đó, giá trị thống kê F của mô hình là 2,51 cho thấy mô hình hồi quy có ý nghĩa thống kê ở mức 5%.

5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu là bằng chứng thực nghiệm về các chỉ số kinh tế ảnh hưởng đến giá cổ phiếu ngành bất động sản trên sàn giao dịch chứng khoán TP. HCM. Kết quả phân tích đã chỉ ra rằng nhân tố lạm phát (CPI) và lãi suất có mối quan hệ cùng chiều với giá cổ phiếu, còn hai nhân tố là biến động giá vàng và tỷ giá hối đoái không ảnh hưởng đến sự thay đổi của giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu phù hợp với các công trình nghiên cứu trước đây ở thị trường mới nổi. Nghiên cứu đóng góp vào lý thuyết và thực tiễn như sau:

+ Lãi suất là nhân tố tác động mạnh nhất đến sự thay đổi của giá cổ phiếu ngành Bất động sản Việt Nam. Năm 2013, Chính Phủ Việt Nam đã ban hành Nghị quyết số 02/NQ-CP ngày 07/01/2013 thực hiện gói 30.000 tỷ giải ngân gói tín dụng cho ngành Bất động sản, mà cụ thể là tỉ lệ lãi suất cho vay được ưu đãi với lãi suất thấp. Điều này cũng có thể lý giải được thực tiễn Việt Nam tại sao tỉ lệ lãi suất lại ảnh hưởng mạnh đến giá cổ phiếu của ngành này.

+ Lạm phát mà cụ thể là chỉ số giá tiêu dùng CPI là nhân tố thứ 2 có ảnh hưởng đến sự thay đổi của giá cổ phiếu ngành Bất động sản Việt Nam. Ở góc nhìn là nhà đầu tư thì việc lựa chọn các kênh đầu tư hiệu quả khi lạm phát cao dẫn đến sự mất giá của đồng tiền và do sự sụt giảm của sức mua. Với sức nóng dần tăng của ngành Bất động sản sau một thời gian đóng băng thì việc lựa chọn đầu tư vào Bất động sản thì suất sinh lời sẽ cao hơn các ngành sản xuất và dịch vụ khác.

Kết quả nghiên cứu chỉ giải thích được 12,87% các biến độc lập ảnh hưởng đến sự thay đổi giá cổ phiếu, còn lại là do những nhân tố khác tác động chưa được nghiên cứu trong mô hình. Đây cũng chính là hạn chế của nghiên cứu và cần được nghiên cứu tiếp theo khám phá và bổ sung.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Aloui R and Ben MS (2016), Relationship between oil, stock prices and exchange rates: A vine copula based GARCH method, *North American Journal of Economics and Finance*, 37, 458-471.
- Apergis N and Eleftheriou S (2002), Interest rates, inflation, and stock prices: the case of the Athens Stock Exchange, *Journal of Policy Modeling*, 24, 231-236.
- Ball L and Romer D (2003), Inflation and the Informativeness of Prices, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 2, 177-196.
- Basher SA and Sadorsky P (2006), Oil price risk and emerging stock markets, *Global Finance Journal*, 17, 224-251.
- Bildirici ME and Badur MM (2019), The effects of oil and gasoline prices on confidence and stock return for Turkey and the US, *Energy*, 135, 1-19.
- Bohl MT, Siklos PL and Werner T (2007), Do central banks react to the stock market? The case of the Bundesbank, *Journal of Banking & Finance*, 31, 719-733.
- Delgado NAB, Delgado EB and Saucedo E (2016), The relationship between oil prices, the stock market and the exchange rate: Evidence from Mexico, *North American Journal of Economics and Finance*, 173, 1234-1241.
- Dickinson DG (2000), Stock market integration and macroeconomic fundamentals: an empirical analysis, *Applied Financial Economics*, 10, 261-276.
- Erdem C, Arslan CK and Erdem MS (2005), Effects of macroeconomic variables on Istanbul Stock Exchange indexes, *Applied Financial Economics*, 15, 987-994.
- Fama EF (1981), Stock returns, real activity, inflation and money, *American Economic Review*, 71, 545-565.
- Farooq O and Amin A (2017), National Culture, Information Environment, and Sensitivity of Investment to Stock Prices: Evidence from Emerging Markets, *Research in International Business and Finance*, 39, 41-46.
- Friedman M (1977), Nobel Lecture: Inflation and Unemployment, *Journal of Political Economy*, 3, 451-472.
- Fisher S (1981), Relative Shocks, Relative Price Variability, and Inflation, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 381-431.
- Foucault T and Frésard L (2012), Cross-Listing, Investment Sensitivity to Stock Prices, and Learning Hypothesis, *Review of Financial Studies*, 1, 3305-3350.
- Gunasekarage A, Pisedtasalasai A and Power DM (2004), Macroeconomic influence on the stock market evidence from an emerging market in South Asia, *Journal of Emerging Market Finance*, 3, 285-304.
- Jain A and Biswal PC (2016), Dynamic linkages among oil price, gold price, exchange rate, and stock market in India, *Resources Policy*, 49, 179-185.
- Hsu JC, Kudoh H, and Yamada T (2013), When Sell-Side Analysts Meet High-Volatility Stocks: An Alternative Explanation for the Low-Volatility Puzzle, *Journal of Investment Management*, 2, 28-46.

- Hussainey K and Lê Khánh Ngọc (2009), “The impact of macroeconomic indicators on Vietnamese stock prices”, *Journal of Risk Finance*, 10, 321-332.
- Kayalar DE, Küçüközmen CC and Selcuk-Kestel AS (2017), The impact of crude oil prices on financial market indicators: Copula approach, *Energy Economics*, 61, 162–173.
- Kyereboah CA and AgyireTKF (2008), Impact of macroeconomic indicators on stock market performance: the case of the Ghana Stock Exchange, *Journal of Risk Finance*, 4, 365-378.
- Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2013), “Phân tích tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Phát triển và hội nhập*, 8, trang 34-41.
- Puah CH and Jayaraman TK (2007), Macroeconomic activities and stock prices in a South Pacific Island economy, *International Journal of Economics and Management*, 1, 229-244.
- Qenae Al, Rashid, Carmen Li and Bob Wearing (2002), “The information content of earnings on stock price: The Kuwait Stock Exchange”, *Multinational Finance Journal*, 6, 97-221.
- Raza N, Jawad Hussain Shahzad S, Tiwari AK and Shahbaz M (2016), Asymmetric impact of gold, oil prices and their volatilities on stock prices of emerging Markets, *Resources Policy*, 49, 290–301.
- Reilly FK, Wright DJ and Johnson RR (2007), Analysis of the interest rate sensitivity of common stocks, *Journal of Portfolio Management*, 85-107.
- Tamimi Al, Hussein (2007), “Factors affecting stock price in the UAE financial markets”, *The Business Review*, 5, 225-223.
- Trương Đông Lộc (2014), Các nhân tố ảnh hưởng đến sự thay đổi giá của cổ phiếu: các bằng chứng từ sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, *Tạp chí khoa học Trường đại học Cần Thơ*, số 33, trang 72-78.
- Uddin, Reaz, Zahidur Rahman and Rajib Hossain (2013), “Determinants of stock prices in financial sector companies in Bangladesh: A study on Dhaka Stock Exchange (DSE)”, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 5, 471-480.
- Woisetschlager DM, Lentz P and Evanschitzky H (2011), How habits, social ties, and economic switching barriers affect customer loyalty in contractual service settings, *Journal of Business Research*, 64, 800-808.