

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN GIÁ CHỨNG KHOÁN TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TP.HỒ CHÍ MINH (HOSE)

Phan Ngọc Trung

Trường Đại học Công nghiệp Thực phẩm Tp.HCM

TÓM TẮT

Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến giá chứng khoán niêm yết trên sàn chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh bằng việc sử dụng mô hình VAR. Nghiên cứu này mở rộng các nghiên cứu ở Việt Nam trước đó sử dụng 2 biến lãi suất và sản xuất công nghiệp và đưa thêm một số biến vào mô hình VAR, sử dụng 7 biến là: Chỉ số sản xuất công nghiệp, chỉ số giá tiêu dùng CPI, cung tiền M2, tỷ giá EXC, lãi suất IR, giá dầu OIL, và chỉ số MCSI EM.

Kết quả phân tích cho thấy trong ngắn hạn thị trường chứng khoán Việt Nam là một thị trường thông tin yếu khi các biến vĩ mô ít ảnh hưởng đến giá chứng khoán, ngoại trừ giá dầu, cung tiền, lãi suất và chỉ số MSCI EM. Tuy nhiên, trong dài hạn thị trường chứng khoán Việt Nam lại có mối tương quan với các nhân tố vĩ mô cơ bản.

THE FACTOR THAT AFFECT THE VALUE OF SECURITIES LISTED ON THE HO CHI MINH STOCK EXCHANGE (HOSE)

ABSTRACT

The studies the factor that affect the value of securities listed on the Ho Chi Minh stock exchange (HOSE) using the VAR model. This study expanded the research Vietnam earlier (Hussainey and Le (2009) used two variable interest rate and industrial production is to add some variables in the VAR model, using seven variables: IPI industrial production index, the consumer price index CPI, money supply M2, EXC rate, interest rate IR, OIL prices and the MCSI EM index.

In analysis results shows that stock market Vietnam is a weak information at macro variables in the short – term that affects stock prices in the short term unless oil prices, money supply, interest rates and MSCI EM. However, in the long term the Vietnamese stock market is correlated with the basic macroeconomic factors.

1. ĐẶT VẤN ĐỀ

Ngày nay, hầu hết các nước đều có thị trường chứng khoán, một thị trường không thể thiếu với mọi nền kinh tế. Thị trường chứng khoán là một trong những kênh huy động vốn quan trọng nhất của các công ty, giúp các công ty có thể niêm yết công khai, tăng thêm vốn để mở rộng hoạt động kinh doanh. Đồng thời, thị trường chứng khoán được coi là một chiếc phong vũ biểu của nền kinh tế. Lịch sử đã chỉ ra rằng, giá cổ phiếu và các loại tài sản tài chính khác là một phần quan trọng của hoạt động kinh tế và nó có thể gây ảnh hưởng hoặc là một thước đo đánh giá kỳ vọng của xã hội.

Những biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam đã nảy sinh nhu cầu tìm kiếm các yếu tố ảnh hưởng giải thích cho những biến động của thị trường chứng khoán. Các yếu tố vĩ mô luôn là quan tâm hàng đầu để phân tích nguyên nhân của các biến động trong thị trường chứng khoán.

Ở Việt Nam các nghiên cứu về vấn đề này chưa nhiều, gần đây nhất là nghiên cứu của Hussainey và Lê (2009). Kết hợp phương pháp quan sát thực nghiệm và lý thuyết đã được nghiên cứu ở các quốc gia khác về ảnh hưởng của các biến vĩ mô đến giá chứng khoán, đồng

thời mở rộng các nghiên cứu ở thị trường Việt Nam, chúng tôi quyết định thực hiện nghiên cứu “**Các nhân tố ảnh hưởng đến giá chứng khoán tại TP Hồ Chí Minh HOSE**” cụ thể là các yếu tố vĩ mô. Nghiên cứu này góp phần trong việc đa dạng hóa phương pháp lựa chọn danh mục đầu tư ngoài hai phương pháp truyền thống là phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật cho các nhà đầu tư, đồng thời giúp cho các nhà hoạch định chính sách có thêm cơ sở cho việc ra quyết định các chính sách để phát triển thị trường vốn trong tương lai để trở thành kênh huy động vốn hiệu quả cho các doanh nghiệp.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN GIÁ CHỨNG KHOÁN

Có rất nhiều nhân tố ảnh hưởng tới giá chứng khoán, đặc biệt là các nhân tố như: chỉ số sản xuất công nghiệp (đã điều chỉnh lạm phát) IPI, chỉ số giá tiêu dùng CPI, cung tiền M2, tỷ giá, lãi suất, giá dầu và chỉ số MSCI EM.

- **Về chỉ số sản xuất công nghiệp (đã điều chỉnh lạm phát) IPI:** Chỉ số sản xuất công nghiệp đại diện cho hoạt động kinh tế. Lý thuyết cho rằng chỉ số sản xuất công nghiệp gia tăng trong giai đoạn nền kinh tế đang tăng trưởng và chỉ số sản xuất công nghiệp giảm sút thời gian suy thoái, do đó sự thay đổi trong chỉ số sản xuất công nghiệp là dấu hiệu sự thay đổi nền kinh tế. Công suất sản xuất của một nền kinh tế sẽ gia tăng trong suốt thời gian kinh tế tăng trưởng và đem lại tăng trưởng trong dòng tiền kỳ vọng trong tương lai, do đó mối tương quan giữa chỉ số sản xuất công nghiệp và tỷ suất sinh lợi là đồng biến. Trong giai đoạn năm 2009 thì chỉ số sản xuất công nghiệp có quan hệ đồng biến với VNindex và kết quả này cũng giống nghiên cứu thực nghiệm của Hussainey, K. và Le K N (2009) và Tunah, H. (2010). Tuy nhiên từ thời điểm tháng 04/2010 đến tháng 06/2012 thì ta lại thấy mối quan hệ nghịch biến giữa 2 chỉ số này. Trong khi chỉ số sản xuất công nghiệp vẫn tiếp tục tăng thì VN-index thì lại giảm.

- **Về chỉ số giá tiêu dùng CPI:** nhìn về mặt tổng thể thì chúng ta vẫn thấy mối tương quan nghịch giữa giá chứng khoán và chỉ số giá tiêu dùng CPI. Bởi vì một khi lạm phát cao sẽ thể hiện một sự bất ổn trong nền kinh tế khi cung tiền đang vượt quá nhu cầu trên thị trường. Và đồng thời một khi lạm phát cao sẽ khiến cho chi phí sử dụng vốn của các doanh nghiệp sẽ tăng lên. Điều này sẽ làm cho lợi nhuận các doanh nghiệp giảm đi. Nhu cầu đối với cổ phiếu đồng thời cũng sẽ giảm đi do một khi lạm phát cao sẽ dẫn đến lãi suất cao, và lợi nhuận từ kênh đầu tư cổ phiếu giảm đi trong khi rủi ro đang tăng lên. Điều này có thể sẽ làm cho giá chứng khoán giảm mạnh do một đợt thoát khỏi thị trường như nhận định của nhà nghiên cứu Menike, L. (2006). Tuy nhiên Kandir, S Y (2008) cho rằng có mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ suất sinh lợi của chứng khoán và lạm phát bởi vì khi lạm phát gia tăng thì thị trường vốn có xu hướng chống lại tác động của lạm phát. Kandir, S Y (2008) cho rằng lạm phát chỉ tác động đến 3 trong 12 danh mục dựa trên mô hình mới là “Mô hình nhân tố vĩ mô MFM”. Ngoài ra các áp lực kinh tế cũng ảnh hưởng đến dòng cổ tức kỳ vọng và tỷ lệ chiết khấu. Tỷ lệ chiết khấu kỳ vọng sẽ thay đổi theo lãi suất, cấu trúc tài chính và lãi suất phi rủi ro. Cổ tức kỳ vọng có thể thay đổi theo lạm phát, sản xuất công nghiệp, giá dầu và nhu cầu tiêu dùng.

- **Về tăng trưởng cung tiền M2:** lý thuyết danh mục tiền tệ cho rằng sự thay đổi cung tiền sẽ ảnh hưởng đến giá của các tài sản trong danh mục đầu tư. Theo số liệu ra có thì lượng tiền M2 được ngân hàng nhà nước tung vào thị trường tăng dần qua các năm. Điều này về dài hạn đã làm cho nền kinh tế bị lạm phát tăng cao và dẫn đến giá chứng khoán (chỉ số VN-index) đi theo hướng ngược lại. Quan điểm này cũng tương đồng với nghiên cứu của Thaker, M. và cộng sự (2009). Tuy nhiên bên cạnh đó chúng ta cũng thấy một lập luận trái ngược lại là: khi cung tiền tăng lên sẽ giúp cho lãi suất giảm đi và các doanh nghiệp có nhiều khả năng tiếp cận với nguồn vốn rẻ hơn. Điều này sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp gia tăng sản xuất và tăng doanh thu. Và nó sẽ giúp cho giá chứng khoán của các doanh nghiệp tăng lên bằng chứng là khi chính phủ thực hiện chính sách nới lỏng tài chính, tăng cung tiền ra thị trường từ tháng 2 đến tháng 10/2009. Nhận định này cũng tương đồng với nghiên cứu của Bilson, C. và cộng sự (2001); Tunah, H. (2010). Bên cạnh những tương quan mạnh giữa 2 chỉ số này thì cũng có những nghiên cứu của Menike, L. (2006); Kandir, S. (2008) thì tìm thấy tương quan rất yếu hoặc không có tương quan giữa cung tiền M2 và chỉ số giá chứng khoán.

- **Về thay đổi tỷ giá:** Trong nền kinh tế toàn cầu, tất cả các ngành kinh doanh đều có bị ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp đến những hoạt động quốc tế. Nói cách khác, sự thay đổi tỷ giá có thể ảnh hưởng đến vị thế cạnh tranh của công ty và ngành, kết quả là doanh thu và dòng tiền có thể thay đổi. Tỷ giá có tác động tới thị trường tài chính và hoạt động doanh nghiệp, khi tỷ giá tăng sẽ thúc đẩy hoạt động của các doanh nghiệp tăng xuất khẩu, dẫn đến cổ phiếu tăng. Biến động tỷ giá hối đoái có tác động tới thị trường chứng khoán khi có các nguồn vốn nước ngoài được đầu tư vào thị trường chứng khoán. Biến động mạnh của tỷ giá hối đoái sẽ khiến các nhà đầu tư nước ngoài rút khỏi thị trường sẽ làm giá chứng khoán giảm. Quan hệ nghịch biến là mối quan hệ khá rõ mà ta thấy trong suốt thời kỳ nghiên cứu. Nhận định này cũng được những tác giả Menike, L. (2006); Kandir, S. (2008); Bilson, C. và cộng sự (2010) tìm thấy ở các thị trường khác nhau.

- **Về thay đổi lãi suất:** theo lý thuyết kinh tế dự báo rằng lãi suất trong ngắn hạn và dài hạn có thể ảnh hưởng tiêu cực đến giá của chứng khoán. Quan hệ giữa lãi suất và giá chứng khoán là ngược chiều. Nếu lãi suất thị trường cao hơn lãi suất đầu tư chứng khoán thì giá chứng khoán giảm, điều này khiến cho thị trường chứng khoán giảm vì nhà đầu tư sẽ gửi tiền vào ngân hàng hơn là đầu tư chứng khoán. Lãi suất là một trong những chỉ số có tầm ảnh hưởng lớn trong nền kinh tế. Nó không chỉ ảnh hưởng đến các doanh nghiệp mà còn ảnh hưởng đến từng cá nhân người dân trong đất nước đó. Lãi suất cao sẽ làm cho khả năng tiếp cận vốn của các doanh nghiệp trở nên khó khăn hơn, và đồng thời cũng làm cho lợi nhuận doanh nghiệp giảm đi. Và một khi lãi suất cao sẽ làm cho các nhà đầu tư e ngại hơn khi đầu tư vào kênh thị trường chứng khoán, vì bên cạnh đó thì các kênh đầu tư gửi tiết kiệm, mua trái phiếu sẽ là các kênh đem lại lợi nhuận cao hơn với rủi ro thấp hơn. Điều này có thể sẽ làm cho giá chứng khoán giảm như nhận định của tác giả Menike, L. (2006) khi nghiên cứu tại thị trường Sri Lanka và Kandir, S. (2008); Tunah, H (2010) cũng tìm thấy một kết quả tương đồng ở các thị trường mà họ nghiên cứu.

- **Về biến động giá dầu thế giới OIL:** Dầu là một trong những nguyên liệu chính cho các hoạt động thường ngày của chúng ta. Vì thế một khi giá dầu thay đổi đều tác động rất lớn

đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đặc biệt là ngành vận tải, cũng như đời sống của người dân. Do đó một khi giá dầu tăng có thể là nguyên nhân làm cho giá nguyên liệu đầu vào các ngành tăng lên. Theo số liệu ta có thì chúng ta thấy rằng giá dầu thô có những biến động khá tương đồng với VN-index trong suốt một thời gian dài từ tháng 8/2008-6/2012. Điều này tương đồng với nghiên cứu của Tunah, H. (2010).

- **Về chỉ số chứng khoán Châu Á Thái Bình Dương MSCI EM:** Trong bài nghiên cứu này ta kiểm tra các tác động từ thị trường tài chính ở ngoài Việt Nam ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán Việt Nam như thế nào, mà qua đó đánh giá sự hội nhập của Việt Nam vào nền kinh tế thế giới (trong bài nghiên cứu của Le, L.N. (2009) tác giả cho rằng Việt Nam đã hội nhập sâu vào nền thị trường thế giới. Theo số liệu ta có thì chúng ta thấy rằng đường chỉ số MSCI và đường VN-index biến động khá tương đồng với nhau trong suốt giai đoạn nghiên cứu (2006-2012). Điều này cũng tương đồng với nhận định của các bài nghiên cứu của Kandir, S. (2008) và Husainey, K. và Le, K. N. (2009) sử dụng chỉ số S&P 500 cho thấy giá chứng khoán Việt Nam cùng chiều với chỉ số S&P 500. Đồng thời, cũng thể hiện một điều khá rõ là Việt Nam đang từng bước hội nhập sâu hơn vào thị trường rộng lớn thế giới.

3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Về dữ liệu, chúng tôi thu thập như sau. Các biến giá dầu, MSCI EM sử dụng nguồn dữ liệu của Bloomberg. Các dữ liệu tỷ giá và lãi suất lấy từ thông tin Ngân hàng nhà nước. Dữ liệu tăng trưởng cung tiền M2 được lấy từ nguồn của IMF.

Các biến vĩ mô còn lại sử dụng dữ liệu Việt nam từ Tổng cục thống kê (GOS). Giá chứng khoán – VNIndex lấy từ HOSE. Tất cả các dữ liệu được tính theo hàm log và dữ liệu được lấy theo tháng, ngoại trừ biến lãi suất IR. Dữ liệu được lấy theo tháng từ tháng 01/2006 đến tháng 7/2012.

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

Tên biến	Ký hiệu	Cách tính	Nguồn
Giá chứng khoán - chỉ số Vnindex	VNI	$VNI_t = \ln(VNI_t)$	HOSE
Chỉ số sản xuất công nghiệp	IPI	$IPI_t = \ln(IPI_t)$	GSO
Chỉ số giá tiêu dùng	CPI	$CPI_t = \ln(CPI_t)$	GSO
Tăng trưởng cung tiền	M2	$M_t = \ln(M_t)$	IMF
Biến động giá dầu	OIL	$OIL_t = \ln(OIL_t)$	Bloomberg
Thay đổi tỷ giá VND/USD	EXC	$EXC_t = \ln(EXC_t)$	SBV
Lãi suất huy động	IR	IR	SBV
TSSL MSCI EM	MSCI	$MSCI = \ln(MSCI_t)$	Bloomberg

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng mô hình tự hồi quy vector (VAR). Ưu điểm của mô hình VAR là đơn giản sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian, theo đó các giá trị quan sát trước đó được dùng để đi tới dự báo chính xác nhất có thể.

Mô hình VAR là mô hình véc tơ các biến số tự hồi quy. Mỗi biến số phụ thuộc tuyến tính vào các giá trị trễ của biến số này và giá trị trễ của biến số khác. Mô hình nghiên cứu:

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

Trong đó:

- Y_t : là một ma trận 8×1 gồm 7 nhân tố vĩ mô (VNI, IPI, CPI, M2, EXC, IR, OIL, MSCI) VÀ nhân tố CSG VN-index;
- A_i : mỗi một A_i là một ma trận các hệ số 8×8 ;
- ε_t : một ma trận nhiễu trắng (white noise) 8×1 ;
- p : số độ trễ.

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

$$VNI = \beta_0 + \beta_1 OIL + \beta_2 MSCI + \beta_3 M2 + \beta_4 IPI + \beta_5 EXC + \beta_6 CPI + \beta_7 IR$$

Nói cách khác nếu phần dư trong mô hình hồi quy giữa các chuỗi thời gian không dừng là một chuỗi dừng thì kết quả hồi quy là thực tế và thể hiện mối quan hệ cân bằng dài hạn giữa các biến trong mô hình. Và nếu như mô hình là đồng liên kết thì sẽ không xảy ra trường hợp hồi quy giả mạo, và khi đó các kiểm định dựa trên tiêu chuẩn t- test và F test vẫn có ý nghĩa.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến được sử dụng trong nghiên cứu

	LNVNI	LNOIL	LNMSCI	LNM2	LNIPI	LNEXC	LNCPI	IR
Trung bình	6.2406	4.3944	6.83457	14.234	4.9398	9.7929	5.2391	0.1034
Trung vị	6.1779	4.3538	6.86302	14.338	4.9226	9.786	5.2489	0.0996
Tối đa	7.0368	4.9302	7.19866	14.747	5.183	9.9539	5.6006	0.1692
Tối thiểu	5.5043	3.5785	6.21321	13.483	4.7227	9.6747	4.8799	0.0699
Độ lệch chuẩn	0.3492	0.2943	0.2163	0.4019	0.1462	0.1051	0.2311	0.0304
Hệ số bất đối xứng - Skewness	0.7472	-0.316	-1.0676	-0.431	0.085	0.306	-0.009	0.5923

	LNVNI	LNOIL	LNMSCI	LNM2	LNIPI	LNEXC	LNCPI	IR
Hệ số chọn - Kurtosis	3.1038	2.6298	3.95144	1.802	1.5944	1.5335	1.817	2.0115
Thống kê - JB	7.3862	1.7613	17.986	7.1706	6.5988	8.3122	4.6077	7.8351
Xác suất	0.0249	0.4145	0.00012	0.0277	0.0369	0.0157	0.0999	0.0199
Tổng	493.01	347.15	539.931	1124.5	390.24	773.64	413.89	8.1682
Tổng bình phương chênh lệch	9.5096	6.7546	3.64933	12.598	1.6665	0.8617	4.1668	0.0722
Số quan sát	79	79	79	79	79	79	79	79

4.1. Trong dài hạn

Kết quả kiểm tra đồng liên kết (Johansen) bác bỏ giả thuyết H_0 là không có quan hệ đồng liên kết nào, nghĩa là có tồn tại ít nhất một mối quan hệ đồng liên kết của các biến trong mô hình nghiên cứu.

Bảng 3. Kiểm định đồng liên kết Johansen trong mô hình đa biến

Hypothesized No.of CE (s)	Eligenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob. **
None *	0.932850	648.5484	159.5297	0.0000
At most 1 *	0.843480	454.0892	125.6154	0.0001
At most 2 *	0.806792	320.5598	95.75366	0.0000
At most 3*	0.759353	202.1929	69.81889	0.0000
At most 4 *	0.473137	99.63436	47.85613	0.0000
At most 5 *	0.337053	53.49575	29.79707	0.0000
At most 6*	0.163243	23.89942	15.49471	0.0022
At most 7 *	0.142483	11.06745	3.841466	0.0009

* Thể hiện bác bỏ giả thuyết H_0 ở mức 5%

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

Bảng 4. Phương trình đồng liên kết, cân bằng trong dài hạn

LNVNI	LNOIL	LNMSCI	LNM2	LNIPI	LNEXC	LNCPI	IR
1.000000	2.054248	-4.171872	0.531618	7.153702	-0.150121	-4.725233	0.862406
	(0.23627)	(0.23485)	(0.34110)	(1.10743)	(1.19371)	(0.67539)	(1.25863)

Độ lệch chuẩn trong ngoặc ()

Hay: $VNI = 2.054248OIL - 4.171872MSCI + 0.531618M2 + 7.153702IPI - 0.150121EXC - 4.725233CPI + 0.862406IR$

Phương trình vector đồng liên kết cho thấy mỗi cân bằng trong dài hạn, trong đó: VNI có mối tương quan dương với cung tiền M2. Mối tương quan giữa IPI và giá chứng khoán là cùng chiều. Mối tương quan giữa tỷ giá và giá chứng khoán trong dài hạn là ngược chiều. Mối tương quan giữa lãi suất và giá chứng khoán là cùng chiều. Đồng thời, lạm phát tác động ngược chiều đến giá chứng khoán. Tuy nhiên, giá dầu lại ngược lại với giả thuyết ban đầu của nghiên cứu khi trong dài hạn mối tương quan giữa giá dầu và giá chứng khoán lại cùng chiều. Mối liên kết giữa thị trường Việt Nam và thị trường trong khu vực khá yếu, ngược với giả thuyết tương quan giữa tỷ suất sinh lợi MSCI EM và tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán Việt Nam là ngược chiều.

4.2. Trong ngắn hạn

Tại mức ý nghĩa 10% thì t-statistics là 1.66542. Vậy chấp nhận trong kết quả nghiên cứu các giá trị t-statistics lớn hơn t-statistics tại mức ý nghĩa 10%. Kết quả nghiên cứu cho thấy, trong thời gian từ tháng 1/2006 đến tháng 7/2012: đối với VN-index (giá chứng khoán): trong điều kiện các yếu tố khác không đổi khi tăng 1% trong VN-index có độ trễ 1 tháng sẽ làm tăng 0.26% trong VN-index. Có mối tương quan âm với giá dầu là khi tăng 1% trong giá dầu có độ trễ 1 tháng sẽ giảm 0.65% trong VN-index ngược lại với nghiên cứu của Tunah, H. (2010). Khi tăng 1% trong chỉ số MSCI có độ trễ 1 tháng sẽ làm tăng 0.57% trong VN-index giống nghiên cứu của Husainey, K. và Lê, K.N. (2009). Tăng 1% trong cung tiền có độ trễ 2 tháng sẽ làm VN-index giảm 1%, quan điểm này cũng tương đồng với nghiên cứu của Thaker, M và cộng sự (2009). Đồng thời, chỉ số VN-index còn bị ảnh hưởng bởi lãi suất, tăng 1% trong lãi suất có độ trễ 1 tháng dẫn đến VNI giảm 3.05% giống các nghiên cứu của Menike, L.(2006), Kandir, S.(2008) và Tunah, H.(2010).

5. KHUYẾN NGHỊ

Từ kết quả phân tích có thể thấy trong ngắn hạn thị trường chứng khoán Việt Nam là một thị trường thông tin yếu khi các biến vĩ mô ít ảnh hưởng đến giá chứng khoán trong ngắn hạn ngoại trừ giá dầu, cung tiền, lãi suất và chỉ số MSCI EM. Tuy nhiên, trong dài hạn thị

trường chứng khoán Việt Nam lại có mối tương quan với các nhân tố vĩ mô cơ bản. Trên cơ sở đó, chúng tôi khuyến nghị trong dài hạn.

✓ **Thúc đẩy gia tăng sản lượng công nghiệp:** Sản lượng công nghiệp là biến đại diện cho hoạt động kinh tế, có tác động tích cực đến chỉ số giá chứng khoán. Khi sản lượng công nghiệp tăng thì ảnh hưởng của nó đến thị trường chứng khoán sẽ tăng. Chính vì vậy việc gia tăng sản lượng công nghiệp sẽ góp phần làm cho thị trường chứng khoán phát triển và ổn định.

✓ **Ổn định và kiềm chế lạm phát:** Kết quả phân tích cho thấy lạm phát gia tăng sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường chứng khoán. Chính vì vậy để phát triển thị trường chứng khoán cần ổn định và kiềm chế lạm phát, bao gồm:

- Chính phủ cần thực hiện chính sách tiền tệ linh hoạt. Khi lạm phát tăng cao thì cần có các công cụ để kiềm chế lạm phát. Đồng thời, kết hợp với các công cụ tiền tệ thông qua lãi suất và tăng trưởng tín dụng tương ứng với chính sách tiền tệ mở rộng hoặc thu hẹp để kiềm chế lạm phát.

- Đồng thời, chính sách điều hành giá cả hàng hóa cũng là một trong những mục tiêu quan trọng, tránh những cú sốc trong nguồn cung, đặc biệt là việc điều hành giá các mặt hàng chủ lực như xăng dầu, giá vàng, giá thép,...

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

✓ **Điều hành tỷ giá hối đoái:** Kết quả phân tích cho thấy tỷ giá tác động đến chỉ số giá chứng khoán. Do vậy chính sách điều hành tỷ giá thích hợp sẽ giúp thị trường chứng khoán phát triển bền vững.

Điều hành tỷ giá làm giảm sự phụ thuộc vào đồng USD, từ đó giúp ổn định giá đầu vào. Đồng thời khi thực hiện chính sách ổn định tỷ giá ngân hàng nhà nước tập trung vào mục tiêu nào. Khi cán cân xuất nhập khẩu nghiêng về xuất khẩu, tỷ giá tăng sẽ tạo lợi thế cho các nhà nhập khẩu và tăng giá trị trong nước. Tuy nhiên, khi cán cân xuất nhập khẩu bị thâm hụt thì chính sách tỷ giá thấp sẽ phù hợp hơn. Do đó, để linh hoạt trong việc điều hành tỷ giá cần có lượng dự trữ ngoại hối thích hợp.

✓ **Điều hành lãi suất:** Kết quả phân tích cho thấy lãi suất tác động đến chỉ số giá chứng khoán. Do đó, khi có sự biến động lãi suất nhà điều hành phải tính đến tác động của thị trường chứng khoán để từ đó đưa ra giải pháp thích hợp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO.

- [1]. Bilson, C., Brailsford, T.&Hooper, V. 2001, "Selecting macroeconomic variables as explanatory factors of emerging stock market returns". Pacific-Basin Finance Journal.
- [2]. Hussainey, K. Le, K. N. (2009) "Impact of macroeconomic indicators on Vietnamese stock price" – Journal of Risk Finance Volume, Forthcoming.
- [3]. Kandir, S. Y (2008) "Macroeconomic Variables, Firm Characteristics and Stock returns: Evidence from Turkey"- International Research Journal of Finance and Economics.

[4]. Menike, L. 2006, “The effect of Macroeconomic Variables on Stock Price in Emerging Sri Lankan Stock Market”

[5]. Sims, C. A., 1980. “Macroeconomics and Reality” *Econometrica*, Vol 48, No. 1. Pp, 1-48

[6]. Thaker, M., Rohilina, W., Hassama, A. anh Amin, F. 2009, “Effects of macroeconomic variables on stock prices in Malaysia: An approach of error correction model”

[7]. Tunah, H. (2010): “The analysis of relationships between macroeconomic factors and stock return: evidence from Turkey using VAR model” *International Research Journal of Finance and Economic*.

[8]. <http://www.baomoi.com/Thi-truong-chung-khoan-12-nam-thang-tram/127/9229607.epi>.

Tài liệu kiểm định nhân quả Granger tại website bách khoa toàn thư mở Wikipedia.

[9]. http://en.wikipedia.org/wiki/Granger_causality.

Dữ liệu VN-index tại website Công ty cổ phần truyền thông Việt Nam VCCorp.

[10]. <http://s.cafef.vn/Lich-su-giao-dich-symbol-VnINDEX/Trang-1-0-tab-1.chn>.

Dữ liệu chỉ số giá tiêu dùng tại website Tổng cục Thống kê.

[11]. <http://www.gso.gov.vn/default.aspx?tabif=628&idmid=4>.

Dữ liệu chỉ số sản xuất công nghiệp tại website Tổng cục Thống kê.

[12]. <http://gso.gov.vn/default.aspx?tabid=630&idmid=4>.

Dữ liệu tỷ giá hối đoái USD/VND tại website ngân hàng Nhà nước.

[13]. <http://www.sbv.gov.vn/wps/portal/!ut/p/c5/jVHJboMwFPyWfoEftjHm6jh9M0tICReElK oKbRkRrPHC15e0UaXSQvvecTSLZICNxi-21-1zw96>.

Dữ liệu chỉ số chứng khoán Châu Á Thái Bình Dương MSCI EM tại website Bloomberg.

[14]. <http://www.bloomberg.com/energy/>.

Dữ liệu lãi suất huy động tại website Quỹ tiền tệ Quốc tế IM.

[15]. <http://elibrary-data.imf.org/datareport.aspx?c=1449311&d=33060&e=162050>.

<http://www.baomoi.com/Thi-truong-chung-khoan-12-nam-thang-tram/127/9229607.epi>.

Tài liệu kiểm định nhân quả Granger tại website bách khoa toàn thư mở Wikipedia.
http://en.wikipedia.org/wiki/Granger_causality

[16]. Website Sở GD&ĐT TPHCM: www.hsx.com.

[17]. Website Tổng cục thống kê Việt Nam: www.gso.gov.vn.

[18]. Website ngân hàng nhà nước Việt Nam: www.sbv.gov.vn.

[19]. Website Bloomberg: www.bloomberg.com.