

ẢNH HƯỞNG CỦA CÁC NHÂN TỐ VĨ MÔ ĐẾN GIÁ CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Bùi Duy Linh¹

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 16/06/2023; Ngày hoàn thành biên tập: 05/12/2023; Ngày duyệt đăng: 17/12/2023

DOI: <https://doi.org/10.38203/jiem.vi.062023.1069>

Tóm tắt: Mục tiêu của nghiên cứu này là xem xét ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô quốc gia bao gồm lạm phát, lãi suất, cán cân thương mại, chỉ số sản xuất công nghiệp, tỷ giá và các nhân tố vĩ mô toàn cầu như giá dầu, giá vàng, thị trường cổ phiếu quốc tế đến chỉ số giá cổ phiếu VNIndex từ tháng 1 năm 2010 đến tháng 3 năm 2023. Sử dụng mô hình phân phối trễ tự hồi quy (ARDL), kết quả nghiên cứu cho thấy chỉ số VNIndex chịu tác động chính bởi chỉ số VNIndex tháng liền trước. Ngoài ra, chỉ số này cũng chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố khác như lạm phát, cán cân thương mại, lãi suất, giá dầu, giá vàng và thị trường cổ phiếu thế giới. Trong khi đó, ảnh hưởng của chỉ số sản xuất công nghiệp và tỷ giá đối với chỉ số VNIndex là không đáng kể. Nghiên cứu này có ý nghĩa với các nhà đầu tư trong dự báo thị trường và các nhà quản lý trong hoạch định chính sách nhằm phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ khóa: Giá dầu, Giá vàng, Lạm phát, Lãi suất, VNIndex

IMPACT OF NATIONAL AND GLOBAL MACROECONOMIC FACTORS ON VIETNAMESE STOCK PRICES

Abstract: The objective of this study is to examine the influence of both national macro factors including inflation, interest rates, trade balance, industrial production index, and exchange rates and global macro factors such as oil price, gold price, and international stock market performance on the Vietnamese stock price index from January 2010 to March 2023. Utilizing the autoregressive distributed lag (ARDL) model, the research results indicate that the VNIndex is primarily influenced by its previous month's value. Additionally, this index is affected by other factors including inflation, trade balance, interest rates, oil prices, gold prices, and global stock market trends. However, the influence of the industrial production index and exchange rate on the VNIndex appears to be insignificant. This research holds significance for investors seeking market forecasting insights and policymakers aiming to develop Vietnam's stock market.

Keywords: Oil Price, Gold Price, Inflation, Interest Rates, VNIndex

¹ Tác giả liên hệ, Email: duylinh@ftu.edu.vn

1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán là một bộ phận quan trọng của thị trường tài chính, với chức năng huy động vốn cho doanh nghiệp và nền kinh tế. Do đó, sự phát triển của thị trường chứng khoán là động lực quan trọng trong tăng trưởng kinh tế của các quốc gia (Asaolu & Ogunmuyiwa, 2010). Thị trường chứng khoán Việt Nam đã hình thành và phát triển trong hơn 20 năm qua và là thị trường còn khá non trẻ so với lịch sử phát triển của thị trường chứng khoán thế giới. Mặc dù vậy, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm gần đây. Tính đến 03/2023, giá trị vốn hoá của thị trường chứng khoán đạt khoảng 7,3 triệu tỷ đồng, tương đương khoảng 80% tổng sản phẩm trong nước (GDP) của Việt Nam (Hoàng, 2023) và là kênh huy động vốn quan trọng của nền kinh tế.

Hoạt động của thị trường chứng khoán chịu tác động của các nhân tố vĩ mô của quốc gia cũng như các yếu tố vĩ mô toàn cầu. Do đó, mối quan hệ giữa các biến số này và giá cổ phiếu là vấn đề mà các nhà đầu tư, các nhà hoạch định chính sách và các doanh nghiệp quan tâm. Đối với các nhà đầu tư, nhận diện các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán là cơ sở để đưa ra các dự báo, các quyết định đầu tư và hiệu quả đầu tư. Đối với các doanh nghiệp, nắm bắt được các yếu tố này cho phép doanh nghiệp đánh giá đúng giá trị doanh nghiệp và xác định chi phí vốn chủ sở hữu. Đối với các nhà hoạch định chính sách, đây là cơ sở để đưa ra các chính sách vĩ mô nhằm phát triển thị trường chứng khoán bền vững.

Đến nay, mối quan hệ giữa các biến số vĩ mô và giá cổ phiếu đã được đề cập đến trong các nghiên cứu của Wongbangpo & Sharma (2002), Rjoub & cộng sự (2009), Peiro (2016), Kang & cộng sự (2017). Tại Việt Nam, đã có một vài nghiên cứu phân tích chủ đề này như Trần & Võ (2015), Trần & Trịnh (2019), Nguyễn & Võ (2019). Tuy nhiên, các nghiên cứu thường tập trung xác định ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô trong nước mà ít xem xét tác động của các nhân tố vĩ mô toàn cầu đến giá cổ phiếu tại Việt Nam. Hơn thế nữa, tùy thuộc vào mẫu nghiên cứu và mô hình ước lượng, các nghiên cứu đưa ra những kết luận khác nhau về mức độ cũng như chiều hướng tác động của các nhân tố. Nghiên cứu này kiểm định mối quan hệ giữa các nhân tố vĩ mô đến giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian từ tháng 1/2010 đến tháng 3/2023. Kết quả của nghiên cứu củng cố thêm bằng chứng thực nghiệm cho các nhà đầu tư trong quá trình ra quyết định và các nhà hoạch định chính sách đưa ra các giải pháp phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam.

Cấu trúc của bài viết gồm 5 phần. Phần 1 giới thiệu nghiên cứu. Tiếp đó, phần 2 trình bày tổng quan tình hình nghiên cứu. Phần 3 đưa ra phương pháp nghiên cứu. Phần 4 trình bày và thảo luận kết quả nghiên cứu. Cuối cùng, phần 5 kết luận và đề xuất hàm ý chính sách.

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và các yếu tố kinh tế vĩ mô đã được ghi nhận trong các nghiên cứu tại nhiều quốc gia phát triển và đang phát triển trên thế giới. Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) được (1964) và Lintner (1965) xây dựng để mô tả mối quan hệ giữa rủi ro và lợi suất kỳ vọng của chứng khoán (chẳng hạn như cổ phiếu). Tuy nhiên, ngoài yếu tố rủi ro thì thực tiễn và các nghiên cứu sau này đã chỉ ra giá cổ phiếu chịu tác động của nhiều nhân tố khác nhau. Ross (1976) đã đề xuất mô hình kinh doanh chênh lệch giá (APT) bổ sung thêm các nhân tố để giải thích lợi suất cổ phiếu. Đây là mô hình tạo tiền đề cho nhiều mô hình đa nhân tố xem xét tác động của các yếu tố đến giá cổ phiếu. Các nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra rằng thị trường chứng khoán bị ảnh hưởng đồng thời bởi các yếu tố vĩ mô trong nước (lạm phát, lãi suất, cán cân thương mại, chỉ số sản xuất công nghiệp, tỷ giá) và các yếu tố vĩ mô toàn cầu (giá vàng, giá dầu, thị trường chứng khoán thế giới).

Lãi suất được các nghiên cứu chỉ ra là một yếu tố vĩ mô quan trọng tác động đến giá cổ phiếu. Lãi suất phản ánh chi phí cơ hội và ảnh hưởng đến phân bổ danh mục của các nhà đầu tư. Theo Apergis & Eleftheriou (2002), khi lãi suất cao hơn, các nhà đầu tư có xu hướng bán cổ phiếu và đầu tư sang các tài sản khác, do đó, giá cổ phiếu có xu hướng giảm. Mặt khác, lãi suất tăng có thể xuất phát từ suy thoái kinh tế, làm tăng chi phí và giảm lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp, từ đó, tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu (Wongbangpo & Sharma, 2002). Mối quan hệ tiêu cực này cũng được tìm thấy trong các nghiên cứu của Puah & Jayaraman (2007), Peiro (2016), Nguyễn & Võ (2019). Tuy nhiên, nghiên cứu của Erdem & cộng sự (2005) và Bohl & cộng sự (2007) lại cho thấy ảnh hưởng tích cực của lãi suất đối với giá cổ phiếu. Ngoài ra, chính sách công bố thông tin của Cục Dự trữ Liên bang (FED) được cho là yếu tố có ảnh hưởng lớn đến biến động của giá cổ phiếu. Việc tăng lãi suất ít hơn so với dự kiến có thể làm tăng giá cổ phiếu bởi nó là tin tốt đối với thị trường (Lobo, 2002).

Một nhân tố quan trọng khác được sử dụng trong các nghiên cứu trước đây để kiểm tra mối quan hệ giữa các biến số vĩ mô và giá cổ phiếu là lạm phát. Lạm phát là hiện tượng kinh tế vĩ mô phản ánh sự sụt giảm trong sức mua của đồng tiền tại một quốc gia và thường được đại diện bởi chỉ số giá tiêu dùng (CPI) (Nasseh & Strauss, 2000). Theo Chen & cộng sự (1986), trong môi trường cạnh tranh, lạm phát tác động tiêu cực đến lợi nhuận của doanh nghiệp bởi nó làm tăng chi phí và giảm dòng tiền trong tương lai. Cùng với đó, sự gia tăng của tỷ lệ lạm phát cho thấy sự bất ổn của nền kinh tế (Spyrou, 2001). Do đó, lạm phát thường có tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu. Các nghiên cứu thực nghiệm cũng ủng hộ tác động tiêu cực của lạm phát đối với giá cổ phiếu như nghiên cứu của Wongbangpo & Sharma (2002) tại Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore và Thái Lan; Gunasekarage & cộng sự (2004) nghiên cứu tại Sri Lanka; Rjoub & cộng sự (2009) nghiên cứu tại Thổ Nhĩ Kỳ; Trần & Võ (2015) nghiên cứu tại Việt Nam. Tuy nhiên, vẫn có một số nghiên cứu chỉ ra rằng lạm phát có thể có tác động tích cực đến giá cổ phiếu do việc sử

dụng chính cổ phiếu làm công cụ phòng ngừa lạm phát (Choudhry, 2001; Adam & Tweneboah, 2009).

Sản xuất công nghiệp cũng là yếu tố được các nghiên cứu phát hiện có ảnh hưởng đáng kể đến thị trường chứng khoán. Sự gia tăng của sản xuất công nghiệp tạo ra dòng tiền trong tương lai, mang lại cổ tức cao hơn và do đó nó tác động tích cực đến giá cổ phiếu (Nasseh & Strauss, 2000). Mặt khác, gia tăng sản xuất công nghiệp là động lực tăng trưởng kinh tế, mang đến những kỳ vọng tích cực đối với nhà đầu tư (Agrawalla & Tuteja, 2008). Các nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh mối quan hệ tích cực giữa sản xuất công nghiệp và giá chứng khoán. Nghiên cứu của McMillan (2005) kiểm định cách giá cổ phiếu phản ứng với sự biến động của sản xuất công nghiệp và lãi suất ngắn hạn trên thị trường Mỹ. Kết quả nghiên cứu đã cho thấy mối liên hệ tích cực đáng kể giữa sản xuất công nghiệp và giá cổ phiếu. Srivastava (2010) xem xét tác động của sự thay đổi trong các yếu tố kinh tế vĩ mô lên thị trường chứng khoán Ấn Độ cũng tìm thấy kết quả tương tự. Nghiên cứu của Trần & Võ (2015) cũng phát hiện mối liên hệ tích cực của sản xuất công nghiệp và giá chứng khoán trong dài hạn.

Một yếu tố khác ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán đã được chỉ ra trong các nghiên cứu là cán cân thương mại. Tác động của cán cân thương mại đối với giá cổ phiếu trong các nghiên cứu có sự khác nhau. Sự gia tăng cán cân thương mại là tín hiệu tích cực của phát triển kinh tế, làm tăng thu nhập và đầu tư, do đó, nó tác động tích cực đến giá cổ phiếu. Các nghiên cứu thực nghiệm của Fratzscher & cộng sự (2010), Sinha & Smith (2000) cũng cho thấy mối quan hệ tích cực giữa cán cân thương mại và giá cổ phiếu. Tuy nhiên, sự gia tăng cán cân thương mại có thể dẫn đến lạm phát và dẫn đến phản ứng từ cơ quan quản lý thông qua lãi suất cao hơn, do đó, có khả năng ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu (Hogan & cộng sự, 1991; Mercereau, 2003).

Tác động của tỷ giá hối đoái đến giá cổ phiếu cũng được nhiều nghiên cứu luận giải, tuy nhiên, kết quả của các nghiên cứu có sự khác nhau. Dornbusch & Fisher (1980) cho rằng tỷ giá và giá cổ phiếu có quan hệ cùng chiều bởi dòng tiền trong nước được định giá thấp (tỷ giá tăng) sẽ khuyến khích xuất khẩu, tăng doanh thu của doanh nghiệp và tăng giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Một số nghiên cứu thực nghiệm cũng ủng hộ quan điểm này như Gan & cộng sự (2006) nghiên cứu tại New Zealand; Kuwornu (2012) nghiên cứu tại Ghana. Ở khía cạnh khác, Branson (1983) chỉ ra tác động tiêu cực của tỷ giá đối với giá cổ phiếu thông qua mô hình cân bằng danh mục đầu tư. Theo đó, cung và cầu tài sản trên thị trường được điều chỉnh bởi tỷ giá. Trong trường hợp nhà đầu tư cá nhân muốn nắm giữ nhiều tài sản trong nước hơn, họ sẽ bán những tài sản tại nước ngoài nếu họ nắm giữ cả hai loại tài sản này. Điều này sẽ làm giảm tỷ giá do đồng nội tệ lúc này được định giá cao hơn. Như vậy, giá chứng khoán có biến động nghịch chiều với tỷ giá. Các nghiên cứu của Ajayi & Mougoue (1996), Acikalin & cộng sự (2008), Tangjitprom (2012) cho thấy kết quả tương tự.

Giá dầu thế giới cũng có tác động đáng kể đến giá chứng khoán. Yếu tố này có thể ảnh hưởng trực tiếp lẫn gián tiếp lên biến động của thị trường cổ phiếu. Tác động trực tiếp là khi giá dầu có biến động thì sẽ tạo ra sự không chắc chắn, tác động tiêu cực đến thị trường cổ phiếu. Tác động gián tiếp gây ra khi giá dầu tăng ảnh hưởng đến các biến số kinh tế vĩ mô khác như lạm phát, sản xuất công nghiệp (Jones & Kaul, 1996). Do đó, giá dầu được cho là có tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu. Quan điểm này đã được ủng hộ bởi các nghiên cứu thực nghiệm như Ono (2011), Ftiti & cộng sự (2016), Kang & cộng sự (2017). Tuy nhiên, Hamilton (2008) cho rằng tăng giá dầu có thể là tín hiệu tích cực phản ánh sự tăng trưởng của kinh tế, do đó, nó có thể là một tin tốt đối với thị trường chứng khoán.

Giá vàng cũng được các nghiên cứu chỉ ra là một yếu tố kinh tế vĩ mô ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán. Giá vàng tăng có thể gián tiếp làm tăng lạm phát thông qua chính sách tiền tệ. Mặt khác, khi giá vàng tăng với mức sinh lời kỳ vọng hấp dẫn hơn, các nhà đầu tư có thể dịch chuyển danh mục đầu tư sang thị trường vàng, từ đó, ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu. Nghiên cứu của Samontaray & Alanuzi (2015) thực hiện tại thị trường chứng khoán Ả Rập Xê Út đã tìm ra tác động tiêu cực của sự gia tăng giá vàng đối với giá cổ phiếu. Bên cạnh đó, nghiên cứu được thực hiện tại thị trường chứng khoán Mỹ của Rahman & Mustafa (2018) cho thấy giá vàng có tác động tiêu cực đối với giá cổ phiếu trong khi giá dầu có tác động không đáng kể. Nghiên cứu của Trần & Trịnh (2019) tại thị trường chứng khoán Việt Nam đã tìm thấy mối tương quan nghịch chiều giữa giá cổ phiếu và giá vàng trong nước trong khi mối quan hệ đồng biến được tìm thấy với giá vàng thế giới.

Hội nhập quốc tế trong lĩnh vực tài chính đã tạo ra sự tác động qua lại lẫn nhau giữa thị trường tài chính của các quốc gia. Từ đó, những biến động của thị trường chứng khoán quốc tế là một trong những biến số vĩ mô ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Tuy nhiên, mức độ tác động này là khác nhau giữa các quốc gia phụ thuộc vào mức độ liên kết của thị trường. Bekaert & Harvey (1997) nghiên cứu tại các thị trường mới nổi ở Châu Á đã chỉ ra rằng các thị trường chứng khoán có mức độ hội nhập càng lớn thì càng chịu tác động lớn từ thị trường chứng khoán quốc tế. Ngược lại, ảnh hưởng nhỏ hơn được tìm thấy ở các thị trường có mức độ hội nhập thấp hơn. Ngoài ra, Bekaert & cộng sự (2005) cũng chỉ ra mức độ lan truyền của các cú sốc tiêu cực đối với các thị trường tài chính là lớn hơn các cú sốc tích cực.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1 Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu xem xét tác động của các yếu tố kinh tế vĩ mô trong nước (lạm phát, lãi suất, cán cân thương mại, chỉ số sản xuất công nghiệp, tỷ giá hối đoái) và các yếu tố kinh tế vĩ mô toàn cầu (giá vàng, giá dầu, thị trường cổ phiếu thế giới) đối với chỉ số giá cổ phiếu tại Việt Nam - VNIndex. Các biến và kỳ vọng tương quan được mô tả trong Bảng 1.

Bảng 1. Mô tả biến trong mô hình

Ký hiệu	Tên biến	Cách đo lường	Kỳ vọng tương quan	Nguồn tham khảo
LVNI	VNIndex	Logarit của chỉ số giá cổ phiếu Việt Nam theo tháng, ghi nhận vào cuối tháng		Nguyễn & Võ (2019), Trần & Trịnh (2019), Trần & Võ (2015)
CPI	Lạm phát	Chỉ số CPI theo tháng (%)	(+/-)	Trần & Võ (2015), Rjoub & cộng sự (2009), Wongbangpo & Sharma (2002)
IR	Lãi suất	Lãi suất ngân hàng (%/năm)	(+/-)	Peiro (2016), Nguyễn & Võ (2019), Puaah & Jayaraman (2007)
LTB	Cán cân thương mại	Logarit của cán cân thương mại theo tháng (USD)	(+)	Fratzscher & cộng sự (2010), Sinha & Smith (2000)
IIP	Sản xuất công nghiệp	Chỉ số sản xuất công nghiệp theo tháng (%)	(+)	Srivastava (2010), Agrawalla & Tuteja (2008), McMillan (2005)
LEX	Tỷ giá	Logarit của tỷ giá VND/USD, ghi nhận vào ngày cuối cùng của tháng	(+/-)	Kuwornu (2012), Tangjitprom (2012), Gan & cộng sự (2006)
LGP	Giá vàng	Logarit của giá vàng trên thị trường London, ghi nhận vào cuối tháng (USD/ounce)	(-)	Rahman & Mustafa (2018), Samontaray & Alanuzi (2015)
LOP	Giá dầu	Logarit của giá dầu WTI theo tháng, ghi nhận vào cuối tháng (USD/thùng)	(-)	Kang & cộng sự (2017), Fiti & cộng sự (2016), Ono (2011)
LUSA	Thị trường cổ phiếu thế giới	Logarit của chỉ số Dow Jones (Mỹ) theo tháng, ghi nhận vào ngày cuối cùng của tháng	(+)	Nguyễn & Võ (2019), Bekaert & cộng sự (2005), Bekaert & Harvey (1997)
LJPN		Logarit của chỉ số TOPX (Nhật Bản), ghi nhận vào ngày cuối cùng của tháng	(+)	

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Để xem xét tác động của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến giá cổ phiếu tại Việt Nam, nghiên cứu sử dụng mô hình phân phối trễ tự hồi quy (Autoregressive Distributed Lag - ARDL). Phương pháp ARDL có nhiều ưu điểm như cho ra các kết quả có ý

nghĩa thống kê ngay cả khi cỡ mẫu nhỏ, chỉ ước tính một phương trình duy nhất và các biến hồi quy có thể dung nạp các độ trễ tối ưu khác nhau thay vì yêu cầu các biến hồi quy được đưa vào liên kết có độ trễ như nhau như các kỹ thuật đồng liên kết khác, tức là có thể thực hiện với các biến có độ trễ khác nhau không phân biệt thứ tự sai phân $I(0)$, $I(1)$ hoặc cả hai. Mô hình ARDL có dạng như sau:

$$\begin{aligned} \Delta LVNI_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_1 \Delta LVNI_{t-1} + \\ & \sum_{i=1}^p \alpha_{2(i)} \Delta CPI_{t-1} + \sum_{i=1}^q \alpha_{3(i)} \Delta IIP_{t-1} + \sum_{i=1}^n \alpha_{4(i)} \Delta LEX_{t-1} + \sum_{i=1}^h \alpha_{5(i)} \Delta IR_{t-1} + \\ & \sum_{i=1}^k \alpha_{6(i)} \Delta LTB_{t-1} + \sum_{i=1}^j \alpha_{7(i)} \Delta LOP_{t-1} + \sum_{i=1}^r \alpha_{8(i)} \Delta LGP_{t-1} + \sum_{i=1}^z \alpha_{9(i)} \Delta USA_{t-1} + \\ & \sum_{i=1}^x \alpha_{10(i)} \Delta JPN_{t-1} + \mu \end{aligned}$$

trong đó, Δ là ký hiệu toán lấy sai phân, α là hệ số hồi quy, μ là phần dư.

3.2 Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian theo tháng trong giai đoạn từ tháng 1/2010 đến 3/2023, bao gồm 159 quan sát hàng tháng cho mỗi biến. Chỉ số VNIndex, chỉ số Dow Jones và chỉ số TOPX thu thập từ website của Tổng công ty Cổ phần Chứng khoán VNDirect. Chỉ số sản xuất công nghiệp và cán cân thương mại được thu thập từ Tổng cục Thống kê Việt Nam. Chỉ số giá tiêu dùng, lãi suất, tỷ giá hối đoái thu thập từ dữ liệu của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) và Ngân hàng Thế giới (WB). Dữ liệu giá dầu được lấy từ Dữ liệu Kinh tế Dự trữ Liên bang (Federal Reserve Economic Data), giá vàng lấy từ Hội đồng Vàng Thế giới (World Gold Council).

3.3 Phân tích dữ liệu

Các bước phân tích dữ liệu trong nghiên cứu gồm: (i) Kiểm tra tính dừng của dữ liệu thời gian; (ii) Kiểm định đường bao (Bounds Test) để kiểm định đồng liên kết; (iii) Lựa chọn độ trễ tối ưu của các biến; (iv) Ước lượng mô hình ARDL với các độ trễ đã được xác định; (v) Kiểm định chẩn đoán của mô hình.

4. Kết quả và thảo luận

4.1 Kết quả thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu được thể hiện trong Bảng 2.

Bảng 2. Kết quả thống kê mô tả biến

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CPI	159	0,418	0,633	-1,54	3,32
IIP	159	3,474	8,860	-22,3	28,4
LEX	159	9,997	0,054	9,837	10,073
IR	159	6,975	3,060	2,79	15,38

Bảng 2. Kết quả thống kê mô tả biến (tiếp theo)

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
LTB	159	0,261	1,250	-2,07	4,99
LOP	159	4,289	0,370	2,937	4,830
LGP	159	7,269	0,198	16,811	17,657
LUSA	159	9,885	0,371	9,176	10,487
LJPN	159	7,558	0,309	6,578	7,615
LVNI	159	6,558	0,390	5,862	7,312

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.2 Kiểm định tính dừng

Nghiên cứu sử dụng phương pháp kiểm định ADF theo Dickey & Fuller (1979, 1981) và kiểm định PP theo Phillips-Perron (1988) để kiểm định tính dừng của các chuỗi dữ liệu. Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị của các chuỗi dữ liệu bằng kiểm định ADF cho thấy các biến CPI, LTB và IIP dừng ở bậc gốc, các biến còn lại dừng ở sai phân bậc 1 với mức ý nghĩa 5%. Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị bằng kiểm định PP cho thấy các biến CPI, LTB, IIP và LEX dừng ở bậc gốc, các biến còn lại dừng ở sai phân bậc 1 với mức ý nghĩa 5%. Có thể thấy, các biến nghiên cứu trong mô hình có sự khác nhau về tính dừng. Do đó, theo Pesaran & cộng sự (2001), đây là điều kiện cần để sử dụng mô hình ARDL.

Bảng 3. Kiểm định tính dừng các biến

Biến	Giá trị p-value			
	Kiểm định ADF		Kiểm định PP	
	Chuỗi gốc	Sai phân bậc 1	Chuỗi gốc	Sai phân bậc 1
LVNI	0,778	0,000	0,778	0,000
CPI	0,000		0,000	
IR	0,548	0,000	0,447	0,000
LTB	0,000		0,000	
IIP	0,000		0,000	
LEX	0,062	0,000	0,012	
LGP	0,403	0,000	0,403	0,000
LOP	0,321	0,000	0,280	0,000
LUSA	0,707	0,000	0,704	0,000
LJPN	0,744	0,000	0,737	0,000

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.3 Kết quả ước lượng mô hình ARDL

Nghiên cứu sử dụng kiểm định đường bao (Bounds Test) để kiểm định mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến. Kết quả cho thấy giá trị thống kê F là 6,216, lớn hơn giá trị đường bao trên I(1) ở các mức ý nghĩa 1%, 2,5%, 5% và 10%. Do đó, tồn tại mối quan hệ đồng liên kết giữa biến phụ thuộc LVNI và các biến độc lập.

Bảng 4. Kết quả kiểm định Bounds test

Hàm	Giá trị thống kê F		
F (LVNI CPI, IR, LTB, IIP, LEX, LGP, LOP, LUSA, LJPN)	6,216		
Giá trị giới hạn	I(0)	I(1)	
10%	2,10	3,31	
5%	2,34	3,78	
2,5%	2,68	3,92	
1%	3,04	4,27	

Nguồn: Tính toán của tác giả

Tiêu chuẩn AIC được sử dụng để xác định độ trễ của các biến khi ước lượng mô hình ARDL. Theo đó, độ trễ tối ưu của mô hình ARDL là (2,1,0,3,0,1,0,0,1,1). Kết quả ước lượng mô hình ARDL (2,1,0,3,0,1,0,0,1,1) cho LVNI như sau:

Bảng 5. Kết quả ước lượng mô hình ARDL

Biến phụ thuộc: LVNI

Biến	Hệ số tương quan	Sai số chuẩn
LVNI(-1)	0,764***	0,086
LVNI(-2)	0,243**	0,122
CPI	-0,106**	0,004
CPI(-1)	-0,238*	0,005
IR	-0,027***	0,053
LTB	0,011	0,006
LTB(-1)	0,053	0,047
LTB(-2)	0,095**	0,051
LTB(-3)	0,103**	0,072
IIP	0,051	0,042
LEX	-0,544	0,217
LEX(-1)	-0,309	0,325
LGP	-0,094***	0,056
LOP	-0,169**	0,061

Bảng 5. Kết quả ước lượng mô hình ARDL (tiếp theo)

Biến	Hệ số tương quan	Sai số chuẩn
LUSA	0,116**	0,081
LUSA(-1)	0,087**	0,093
LJPN	0,039	0,009
LJPN(-1)	0,061**	0,008

Ghi chú: *, ** và *** tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.4 Kiểm định mô hình nghiên cứu

Kết quả kiểm định khuyết tật của mô hình ARDL cho thấy mô hình không có hiện tượng tự tương quan, không có hiện tượng phương sai của sai số thay đổi và mô hình được lựa chọn là phù hợp. Để khẳng định tính ổn định của mô hình, nghiên cứu sử dụng kiểm định tổng tích lũy của phần dư (CUSUM) và tổng tích lũy hiệu chỉnh của phần dư (CUSUMSQ). Kết quả cho thấy, ở mức ý nghĩa 5%, tổng tích lũy của phần dư và hiệu chỉnh phần dư đều trong dải tiêu chuẩn, do đó, mô hình có tính ổn định vì phần dư của mô hình có tính ổn định.

Bảng 6. Kết quả kiểm định khuyết tật của mô hình

	Kiểm định	F-statistics	p-values
Tự tương quan	Lagrang Multiplier	0,685	0,408
Phương sai sai số thay đổi	White	1,323	0,284
Sự phù hợp của mô hình	Ramsey RESET	2,046	0,134

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả ước lượng mô hình ARDL cho thấy, lạm phát có ảnh hưởng tiêu cực đến chỉ số VNIndex trong cùng kỳ và ở độ trễ 1 kỳ. Điều này có thể giải thích bởi lạm phát cao làm tăng chi phí đi vay, tăng chi phí đầu vào, giảm lợi nhuận của các doanh nghiệp. Thêm vào đó, lạm phát sẽ khiến cho tăng trưởng thu nhập kỳ vọng giảm xuống, gây áp lực cho giá cổ phiếu. Phát hiện này cũng phù hợp với kết quả của các nghiên cứu thực nghiệm của Wongbangpo & Sharma (2002), Gunasekarage & cộng sự (2004), Rjoub & cộng sự (2009), Trần & Võ (2015). Lãi suất cũng ảnh hưởng tiêu cực đến chỉ số VNIndex trong cùng thời kỳ. Kết quả này phù hợp với các phát hiện trước đó của Puah & Jayaraman (2007), Peiro (2016), Nguyễn & Võ (2019). Ở chiều hướng ngược lại, cán cân thương mại có ảnh hưởng tích cực đến chỉ số VNIndex ở độ trễ 2 kỳ và 3 kỳ. Kết quả này tương đồng với các phát hiện trước đó của Fratzscher & cộng sự (2010), Sinha & Sinha (2000). Trong khi đó, mối quan hệ giữa các biến chỉ số sản xuất công nghiệp, tỷ giá và chỉ số VNIndex đều không có ý nghĩa thống kê.

Đối với các yếu tố kinh tế vĩ mô toàn cầu, chỉ số giá cổ phiếu TOPX của Nhật Bản và chỉ số giá cổ phiếu Dow Jones của Mỹ đều có tác động tích cực đến chỉ số VNIndex. Tuy nhiên, trong khi chỉ số Dow Jones có tác động tích cực ở cùng thời

kỳ và ở độ trễ 1 kỳ thì chỉ số TOPX chỉ có tác động ở độ trễ 1 kỳ. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy ảnh hưởng tiêu cực của giá dầu và giá vàng đối với chỉ số VNIndex ở cùng thời kỳ. Giá dầu tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán bởi tăng giá dầu làm tăng áp lực lạm phát, tăng chi phí cho các doanh nghiệp, nhất là đối với những nước nhập khẩu dầu ròng như Việt Nam. Phát hiện này cũng phù hợp với các kết quả nghiên cứu của Ono (2011), Ftiti & cộng sự (2016), Kang & cộng sự (2017). Trong khi đó, vàng là một loại tài sản phi rủi ro, do đó, khi giá vàng tăng thì nhà đầu tư có xu hướng chuyển từ đầu tư chứng khoán sang tích trữ vàng, điều này tác động tiêu cực đến chỉ số giá cổ phiếu. Kết quả này cũng phù hợp với các nghiên cứu của Samontaray & Alanuzi (2015), Rahman & Mustafa (2018).

5. Hàm ý chính sách và kết luận

Như vậy, bằng việc sử dụng mô hình ARDL, nghiên cứu này đã chỉ ra tác động đáng kể của các nhân tố vĩ mô như lạm phát, cán cân thương mại, lãi suất, giá dầu, giá vàng và thị trường cổ phiếu thế giới đối với chỉ số giá cổ phiếu Việt Nam giai đoạn từ năm 2010 đến tháng 3/2023. Từ kết quả nghiên cứu, một số khuyến nghị được đề xuất như sau.

Lạm phát là một trong những nguyên nhân gây ra những bất ổn về kinh tế, giảm sức mua của đồng tiền. Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra lạm phát có tác động tiêu cực đến chỉ số VNIndex. Do đó, trong điều hành kinh tế vĩ mô, các nhà hoạch định chính sách cần kiểm soát lạm phát ở mức hợp lý bằng các biện pháp như thắt chặt cung tiền, mở rộng cầu tiền tệ và kiểm soát tốt sự gia tăng giá cả, đặc biệt là giá cả của các mặt hàng thiết yếu cho sản xuất và kinh doanh. Mặt khác, một trong những nguyên nhân dẫn đến lạm phát là niềm tin của người dân vào các chính sách vĩ mô. Nếu người dân còn quan ngại về những bất ổn trong chính sách, luôn kỳ vọng vào sự mất giá của đồng tiền thì lạm phát cũng bị đẩy lên cao. Vì thế, việc khắc phục vấn đề này, các cơ quan quản lý cần minh bạch trong điều hành chính sách, tránh tạo ra các cú sốc, đồng thời thông tin kịp thời việc thay đổi chính sách đến người dân, chú ý đến định hướng dư luận xã hội, ngăn chặn kịp thời các tin đồn trên thị trường tiền tệ.

Cùng với đó, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy cán cân thương mại có tác động tích cực đến chỉ số VNIndex. Điều này khá phù hợp với thị trường chứng khoán Việt Nam bởi sự tăng trưởng kinh tế của Việt Nam phụ thuộc tương đối lớn vào hoạt động xuất khẩu. Do đó, các nhà hoạch định chính sách cần đưa ra các biện pháp thúc đẩy xuất khẩu như đẩy mạnh ký kết các hiệp định thương mại tự do, cải cách thủ tục hành chính, hỗ trợ các doanh nghiệp xuất khẩu về vốn, công nghệ cũng như các hoạt động xúc tiến thương mại. Nếu thực hiện tốt các biện pháp này, không chỉ cán cân thương mại được cải thiện mà năng lực cạnh tranh của chính doanh nghiệp xuất khẩu cũng được nâng cao, từ đó gia tăng giá trị của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. Ngoài ra, để thúc đẩy hoạt động xuất khẩu, các nhà hoạch định chính sách cũng cần quan tâm đến ổn định các biến số kinh tế vĩ mô, đặc biệt là tỷ giá và lãi suất bởi những yếu tố này sẽ ảnh hưởng đến chi phí và lợi nhuận xuất khẩu của doanh nghiệp.

Mặt khác, giá vàng và giá dầu cũng có ảnh hưởng đáng kể đến chỉ số VNIndex. Do đó, các cơ quan quản lý cần có các biện pháp điều hành giá phù hợp với các mặt hàng này. Đối với dầu là mặt hàng có ý nghĩa quan trọng đối với sản xuất, kinh doanh, cần có chính sách bình ổn giá phù hợp với sự biến động của giá dầu thế giới và đảm bảo hoạt động sản xuất, kinh doanh trong nước. Đối với thị trường vàng, cần tăng cường kiểm soát hoạt động của các tổ chức kinh doanh vàng và hoàn thiện chính sách quản lý đối với thị trường này để ngăn chặn việc đầu cơ vàng, hạn chế hoạt động kinh doanh vàng miếng nhưng vẫn phải đảm bảo các quyền của người dân, nhà đầu tư trong tích trữ và mua bán vàng. Ngoài ra, các cơ quan quản lý, các nhà đầu tư có thể dự đoán những biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua các thị trường cổ phiếu lớn như Mỹ hay Nhật Bản bởi kết quả nghiên cứu cũng đã cho thấy phản ứng cùng chiều của VNIndex với chỉ số Dow Jones của Mỹ hay TOPX của Nhật Bản.

Tài liệu tham khảo

- Adam, A.M. & Tweneboah, G. (2009), “Foreign direct investment and stock market development: Ghana’s evidence”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 26, pp. 178-185.
- Acikalin, S., Aktas, R. & Unal, S. (2008), “Relationships between stock markets and macroeconomic variables: an empirical analysis of the Istanbul Stock Exchange”, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 5 No. 1, pp. 8-16.
- Agrawalla, R.K. & Tuteja, S.K. (2008), “Share prices and macroeconomic variables in India: an approach to investigate the relationship between stock markets and economic growth”, *Journal of Management Research*, Vol. 8 No. 3, pp. 136-146.
- Ajayi, R.A. & Mougoue, M. (1996), “On the dynamic relation between stock prices and exchange rates”, *Journal of Financial Research*, Vol. 19 No. 2, pp. 193-207.
- Apergis, N. & Eleftheriou, S. (2002), “Interest rates, inflation, and stock prices: the case of the Athens Stock Exchange”, *Journal of Policy Modeling*, Vol. 24 No. 3, pp. 231-236.
- Asaolu, T.O. & Ogunmuyiwa, M.S. (2010), “An econometric analysis of the impact of macroeconomic variables of stock market movement in Nigeria, Asian”, *Journal of Business Management*, Vol. 3 No. 1, pp. 72-78.
- Bekaert, G. & Harvey, C.R. (1997), “Emerging equity market volatility”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 43 No. 1, pp. 29-77.
- Bekaert, G., Harvey, R.C. & Lundblad, C. (2005), “Does financial liberalization spur growth?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77 No. 1, pp. 3-55.
- Bohl, M.T., Siklos, P.L. & Werner, T. (2007), “Do central banks react to the stock market? The case of the Bundesbank”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31 No. 3, pp. 719-733.
- Branson, W.H. (1993), “Macroeconomic determinants of real exchange risk”, in Herring, R.J. (Ed.), *Managing Foreign Exchange Risk*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 1-60.
- Chen, N.F., Roll, R. & Ross, S.A. (1986), “Economic forces and the stock market”, *Journal of Business*, Vol. 59 No. 3, pp. 383-403.
- Choudhry, T. (2001), “Inflation and rates of return on stocks: evidence from high inflation countries”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 11 No. 1, pp. 75-96.

- Dickey, D.A. & Fuller, W.A. (1979), “Distributions of the estimators for autoregressive time series with a unit root”, *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 74, pp. 427-431.
- Dickey, D.A. & Fuller, W.A. (1981), “The likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root”, *Econometrical*, Vol. 49, pp. 1057-1072.
- Dornbusch, R. & Fisher, S. (1980), “Exchange rates and the current account”, *American Economic Review*, Vol. 70 No. 5, pp. 644-547.
- Erdem, C., Arslan, C.K. & Erdem, M.S. (2005), “Effects of macroeconomic variables on Istanbul Stock Exchange indexes”, *Applied Financial Economics*, Vol. 15 No. 14, pp. 987-994.
- Ftiti, Z., Guesmi, K. & Abid, I. (2016), “Oil price and stock market co-movement: what can we learn from time-scale approaches?”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 46, pp. 266-280.
- Fratzscher, M., Juvenal, L. & Sarno, L. (2010), “Asset prices, exchange rates and the current account”, *European Economic Review*, Vol. 54 No. 5, pp. 643-658.
- Gan, C., Lee, M., Yong, H.H.A. & Zhang, J. (2006), “Macroeconomics variables and stock market interactions: New Zealand evidence”, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 3, pp. 47-53.
- Gunasekarage, A., Pisedtasalasai, A. & Power, D.M. (2004), “Macroeconomic influence on the stock market evidence from an emerging market in South Asia”, *Journal of Emerging Market Finance*, Vol. 3 No. 3, pp. 285-304.
- Hamilton, J.D. (2008), “Oil and the macroeconomy”, in Dauerlauf, S. & Blume, L. (Eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave MacMillan, Vol. 3, pp. 1-18.
- Hoang, M. (2023), “Vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam tương đương 82% GDP”, <https://tapchitaichinh.vn/von-hoa-thi-truong-chung-khoan-viet-nam-tuong-duong-82-gdp.html>, truy cập ngày 22/4/2023.
- Hogan, K., Melvin, M. & Roberts, D.J. (1991), “Trade balance news and exchange rates: is there a policy signal?”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 10, pp. 90-99.
- Jones, C. & Kaul, G. (1996), “Oil and stock markets”, *Journal of Finance*, Vol. 51 No. 2, pp. 463-491.
- Kang, W., Perez de Gracia, F. & Ratti, R.A. (2017), “Oil price shocks, policy uncertainty, and stock returns of oil and gas corporations”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 70, pp. 344-359.
- Kuwornu, J.K.M. (2012), “Effect of macroeconomic variables on the Ghanaian stock market returns: a co-integration analysis”, *Agris Online Papers in Economics and Informatics*, Vol. 4, pp. 15-26.
- Lintner, J. (1965), “The valuation of risk assets and the selection of risky investment in stock portfolios and capital budgets”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 47 No. 1, pp. 13-37.
- Lobo, B.J. (2002), “Interest rate surprises and stock prices”, *Financial Review*, Vol. 37 No. 1, pp. 73-92.
- McMillan, D. (2005), “Time variation in the cointegrating relationship between stock prices and economic activity”, *International Review of Applied Economics*, Vol. 19 No. 3, pp. 359-368.
- Mercereau, B. (2003), “The role of stock markets in current account dynamics: a time series approach”, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 3 No. 1, pp. 1-30.

- Nasseh, A. & Strauss, J. (2000), “Stock prices and domestic and international macroeconomic activity: a cointegration approach”, *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 40 No. 2, pp. 229-245.
- Nguyễn, N.T.Q & Võ, T.H.L. (2019), “Tác động của một số yếu tố kinh tế vĩ mô đến chỉ số giá chứng khoán tại Việt Nam”, *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, Số 14, tr. 47-63.
- Ono, S. (2011), “Oil price shocks and stock markets in BRICs”, *The European Journal of Comparative Economics*, Vol. 8 No. 1, pp. 29-45.
- Peiro, A. (2016), “Stock prices and macroeconomic factors: some European evidence”, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 41, pp. 287-294.
- Pesaran, M.H., Shin, Y. & Smith, R. J. (2001), “Bounds testing approaches to the analysis of level relationships”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 16 No. 3, pp. 289-326.
- Puah, C.H. & Jayaraman, T.K. (2007), “Macroeconomic activities and stock prices in a South Pacific Island economy”, *International Journal of Economics and Management*, Vol. 1 No. 2, pp. 229-244.
- Rahman, M. & Mustafa, M. (2018), “Effects of crude oil and gold prices on us stock market: evidence for USA from ARDL bounds testing”, *Finance and Market*, Vol. 3 No. 1, pp. 1-8.
- Rjoub, H., Tursoy, T. & Gunsul, N. (2009), “The effects of macroeconomic factors on stock returns: Istanbul Stock Market”, *Studies in Economics and Finance*, Vol. 26 No. 1, pp. 36-45.
- Ross, S.A. (1976), “The arbitrage theory of capital asset pricing”, *Journal of Economic Theory*, Vol. 13 No. 3, pp. 341-360.
- Samontaray, D.P. & Alanuzi, A.A. (2015), “The impact of gold price changes on Saudi Stock Market”, *Managing in Recovering Markets*, pp. 461-471.
- Sharpe, W.F. (1964), “Capital asset prices a theory of market equilibrium under conditions of risk”, *Journal of Finance*, Vol. 19 No. 3, pp. 425-442.
- Sinha, I. & Smith, M.F. (2000), “Consumers’ perceptions of promotional framing of price”, *Psychological and Marketing*, Vol. 17 No. 3, pp. 257-275.
- Spyrou, S.I. (2001), “Stock returns and inflation: evidence from an emerging market”, *Applied Economics Letters*, Vol. 8 No. 7, pp. 447-450.
- Srivastava, A. (2010), “Relevance of macro-economic factors for the Indian Stock Market”, *Decision*, Vol. 37 No. 3, pp. 69-89.
- Tangjitprom, N. (2012), “Macroeconomic factors of emerging stock market: the evidence from Thailand”, *International Journal of Financial Research*, Vol. 3 No. 2, pp. 105-114.
- Trần, H.H. & Trịnh, H.H. (2019), “Tác động của giá vàng đến thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, Số 45, tr. 39-43.
- Trần, T.T.T. & Võ, T.T.D. (2015), “Sự tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến các chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE”, *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, Số 34, tr. 59-67.
- World Bank (2022), Market capitalization of listed domestic companies in Vietnam.
- Wongbangpo, P. & Sharma, S.C. (2002), “Stock market and macroeconomic fundamental dynamic interactions: ASEAN-5 countries”, *Journal of Asian Economics*, Vol. 13 No. 1, pp. 27-51.