

Sự tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến các chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE

THÂN THỊ THU THUY

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

VÕ THỊ THUỖ DƯƠNG

Viện Nghiên cứu cao su VN

Nhận bài: 06/07/2015 - Duyệt đăng: 20/08/2015

Nghiên cứu này nhằm đo lường sự tác động của sáu nhân tố kinh tế vĩ mô bao gồm: lạm phát (đại diện bằng chỉ số giá tiêu dùng), lãi suất, cung tiền M_2 , tỷ giá hối đoái VND/USD, giá trị sản lượng công nghiệp và đầu tư trực tiếp nước ngoài đến các chỉ số giá cổ phiếu đang được áp dụng tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE). Kết quả nghiên cứu cho thấy trong dài hạn lạm phát có tác động tiêu cực đến các chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE; với cung tiền, tỷ giá hối đoái, lãi suất và giá trị sản lượng công nghiệp có tác động tích cực đến hầu hết các chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE trong dài hạn.

Từ khóa: Các chỉ số giá cổ phiếu, nhân tố kinh tế vĩ mô, tác động, Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE).

1. Giới thiệu

Tại VN, việc thay đổi các chính sách kinh tế vĩ mô thường xảy ra đột ngột nên đã ảnh hưởng đến tâm lý của các nhà đầu tư, thị trường chứng khoán (TTCK) và những hoạt động chung của nền kinh tế. Do đó việc phân tích sự tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến nền kinh tế nói chung, TTCK nói riêng là một điều cần thiết và hữu ích. Khi xác định được các nhân tố kinh tế vĩ mô tác động đến TTCK sẽ góp phần đưa ra các giải pháp khắc phục khi có sự tác động tiêu cực của các nhân tố kinh tế vĩ mô lên TTCK cũng như giúp phát triển TTCK phù hợp với tình hình kinh tế.

Hiện nay có nhiều bài viết, nghiên cứu tìm hiểu về sự tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến TTCK. Tuy nhiên trong mỗi thời gian và điều kiện khác nhau thì các nhân tố tác động và mức độ tác động đến TTCK sẽ không giống nhau. Đặc biệt trong điều kiện TTCK VN hiện nay với sự ra đời của nhiều chỉ số mới trong bộ HOSE – Index như VN30, VNMidcap, VN100, VNSmallcap, VNAllshare, thì sự khác biệt có thể sẽ rất lớn.

Để đạt mục tiêu vừa nêu, phần tiếp theo sẽ trình bày cơ sở lý thuyết của vấn đề nghiên cứu. Sau đó là phương pháp nghiên cứu và kết quả kiểm định mô hình. Cuối cùng là nhận xét về kết quả nghiên

cứu và phần kết luận.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1 Chỉ số giá cổ phiếu

Theo *Từ điển đầu tư và tài chính*, chỉ số giá cổ phiếu là chi phí mua 1 cổ phiếu trên thị trường, chỉ số giá này có thể bị ảnh hưởng bởi các yếu tố khác nhau như biến động trên thị trường, điều kiện kinh tế và uy tín của công ty.

Theo *Từ điển bách khoa toàn thư Wikipedia*, chỉ số giá cổ phiếu là số bình quân về giá của một tập hợp cổ phiếu thành phần giao dịch trên TTCK tại một thời điểm nhất định. Các loại cổ phiếu thành phần này có những đặc điểm chung là giao dịch trên cùng một Sở giao

dịch, quy mô vốn hóa thị trường ở mức tương đồng nhau.

Như vậy, chỉ số giá cổ phiếu là giá trị thống kê phản ánh những diễn biến của thị trường cổ phiếu. Các nhà đầu tư và quản lý thị trường có thể thông qua đó để mô tả thị trường và so sánh lợi nhuận trước khi đưa ra các quyết định đầu tư.

Hiện nay có các phương pháp được sử dụng phổ biến trong việc tính chỉ số giá cổ phiếu như phương pháp Passcher, phương pháp Laspeyres, phương pháp chỉ số giá bình quân Fisher, phương pháp số bình quân đơn giản, phương pháp bình quân nhân đơn giản.

2.2 Các nhân tố kinh tế vĩ mô tác động đến chỉ số giá cổ phiếu

Lạm phát

Lạm phát là thuật ngữ dùng để chỉ mức giá của các hàng hóa và dịch vụ tăng lên theo thời gian so với một thời kỳ được xác định trước đó. Có nhiều nguyên nhân gây ra lạm phát, trong đó có 2 nguyên nhân chính là lạm phát do cầu kéo và lạm phát do chi phí đẩy.

Đối với TTCK, khi lạm phát gia tăng sẽ làm mức lãi suất cũng tăng theo để đảm bảo lãi suất thực dương và kênh TTCK trở nên kém hấp dẫn hơn các kênh đầu tư khác chẳng hạn như gửi tiền tiết kiệm từ đó làm lượng cung lớn hơn lượng cầu cổ phiếu và gây ra tình trạng giảm giá cổ phiếu. Thêm vào đó, khi lạm phát gia tăng sẽ làm tăng chi phí đầu vào của công ty và ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty cũng gián tiếp khiến cổ phiếu bị giảm giá.

Vào năm 1977 Fama và Schwert đã tìm thấy mối quan hệ giữa lạm phát và TTCK. Tác giả đã sử dụng lạm phát dự kiến và lạm phát không dự kiến được để xem xét sự tác

động của lạm phát đến chỉ số giá cổ phiếu và kết quả cho thấy là có sự tác động tiêu cực của lạm phát đến giá cổ phiếu; Mohammed Omran và John Pointon (2001) cũng tìm thấy sự tác động tiêu cực của lạm phát đến TTCK của Ai Cập trong ngắn hạn lẫn dài hạn. Đến năm 2011, Adel Al Sharkas và Marwan Alzoybi đã thực hiện nghiên cứu với chủ đề “Giá cổ phiếu và lạm phát; bằng chứng thực nghiệm ở các nước như Jordan, Saudi Arabia, Kuwait, Morocco”. Thông qua việc sử dụng mô hình VAR, tác giả đã ủng hộ giả thuyết về sự tác động trong dài hạn giữa lạm phát và giá cổ phiếu.

Lãi suất

Lãi suất là chi phí phải trả của người đi vay cho việc sử dụng nguồn vốn của người cho vay. Lãi suất là một trong những nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến sự tăng trưởng, phát triển chung của nền kinh tế.

Khi lãi suất giảm sẽ có tác động tích cực đến chỉ số giá cổ phiếu. Bởi vì khi giá vốn rẻ hơn so với trước sẽ giúp các công ty dễ huy động nguồn vốn để thực hiện các dự án đầu tư, cũng như giảm chi phí cho các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính lớn từ đó sẽ làm cải thiện lợi nhuận của công ty và làm tăng giá cổ phiếu của công ty. Ngược lại, khi lãi suất tăng sẽ có tác động tiêu cực đến hoạt động chung của nền kinh tế. Khi lãi suất tăng lên sẽ làm gia tăng lãi suất cho vay đối với khách hàng, làm giảm nhu cầu cho các hoạt động chi tiêu, mua sắm của người tiêu dùng. Từ đó ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh, lợi nhuận của công ty và các chứng khoán đó trở nên kém hấp dẫn hơn trên thị trường

Mahmudul và Salah Uddin

(2009) với nghiên cứu về mối quan hệ giữa lãi suất và giá cổ phiếu ở các nước phát triển và các nước đang phát triển. Kết quả của nghiên cứu cho thấy lãi suất có tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu ở 14 nước (Úc, Bangladesh, Canada, Chile, Colombia, Đức, Ý, Jamaica, Nhật, Malaysia, Mexico, Nam Phi, Tây Ban Nha và Venezuela) trong nghiên cứu ngoại trừ trường hợp của Philippines. Một số nghiên cứu khác cũng có cùng kết quả nghiên cứu về tác động tiêu cực của lãi suất đến giá cổ phiếu như: Fama (1981); Mohammad và cộng sự (2009); Christopher Gan (2006); Rahman, Sidek và Tafri (2009); Nadeem Sohail and zakir Hussain (2009).

Cung tiền

Cung tiền là lượng tiền được đưa vào nền kinh tế để đáp ứng các nhu cầu như phương tiện thanh toán, nhu cầu cất trữ của các chủ thể trong nền kinh tế. Các thước đo lượng cung tiền gồm có :

M_0 : Bao gồm tiền mặt, là bộ phận tiền giấy do ngân hàng trung ương phát hành lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng.

M_1 : Bao gồm M_0 và tiền gửi không kỳ hạn, những khoản tiền gửi này có thể rút ra bất cứ lúc nào theo yêu cầu, có thể tồn tại dưới tài khoản phát séc hoặc không phát séc.

M_2 : Bao gồm M_1 , tiền gửi tiết kiệm, tiền gửi có kỳ hạn tại ngân hàng.

M_3 : Bao gồm M_2 , các loại tiền gửi ở các định chế tài chính khác ngoài ngân hàng.

L: Là thước đo rộng nhất, bao gồm M_3 , các chứng khoán có giá như tín phiếu kho bạc, thương phiếu, chấp phiếu ngân hàng...

Việc phân tích các lý thuyết

kinh tế cho thấy có sự tác động của chính sách tiền tệ lên các chỉ số giá cổ phiếu. Khi thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng thì lượng tiền đưa vào trong lưu thông nhiều hơn sẽ làm giảm lãi suất cho vay cũng như lãi suất tái chiết khấu. Việc làm này sẽ làm gia tăng nhu cầu sử dụng các tài sản tài chính trong đó có cổ phiếu. Mặt khác, khi lãi suất cho vay giảm xuống sẽ giúp làm giảm lãi suất chiết khấu của cổ phiếu qua đó làm tăng giá kỳ vọng cũng như thu nhập của các nhà đầu tư. Ngược lại, khi thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt thì lãi suất sẽ cao hơn do lượng tiền lưu thông đã giảm xuống so với trước khi có sự thay đổi của chính sách. Khi lãi suất cao hơn sẽ làm cho các nguồn vốn có chi phí cao hơn trước sẽ gây ra tác động làm giảm lượng vốn đầu tư vào cổ phiếu cũng như làm giảm giá cổ phiếu.

Tác giả Maxwell Ogbulu và Peter Chinyer đã thực hiện nghiên cứu vào năm 2011 và đã tìm ra sự tác động trong dài hạn của chính sách tiền tệ bao gồm cung tiền, lãi suất, tỷ giá hối đoái và lạm phát đối với giá cổ phiếu tại Nigeria. Trước đó một số tác giả khác cũng tìm ra được sự tác động của cung tiền đến giá cổ phiếu như Chen Shaoping (2008), tác giả cho rằng cung tiền có tác động tích cực đến giá cổ phiếu khi cung tiền trên thị trường tăng lên thì giá cổ phiếu cũng tăng lên tương ứng. Kết quả của mô hình ECM cho biết thêm, trong ngắn hạn mức cung tiền M_1 có tác động mạnh nhất đến giá cổ phiếu, M_2 thì có một số tác động đến giá cổ phiếu còn mức cung tiền M_0 có ít tác động đến giá cổ phiếu.

Tỷ giá hối đoái

Tỷ giá hối đoái là tỷ giá giữa hai đồng tiền mà theo đó một đồng

tiền này sẽ đổi thành đồng tiền khác bằng một tỷ lệ nhất định. Có 2 cách yết giá là yết giá trực tiếp và yết giá gián tiếp, tùy theo từng quốc gia mà sẽ chọn cách yết giá phù hợp đối với từng loại ngoại tệ.

Theo các lý thuyết kinh tế thì tỷ giá hối đoái có thể tác động lên giá cổ phiếu theo hai hướng khác nhau. Khi tỷ giá hối đoái tăng lên theo cách yết giá trực tiếp thì đồng nội tệ sẽ bị mất giá cộng thêm môi trường đầu tư ổn định sẽ thu hút được nhiều lượng vốn từ nước ngoài đầu tư vào trong nước để tìm kiếm lợi nhuận và hưởng chênh lệch giá. Tuy nhiên, theo một khía cạnh khác việc tăng tỷ giá hối đoái lại có tác động tiêu cực lên TTCK. Khi điều chỉnh tỷ giá hối đoái tăng lên sẽ tác động đến các hoạt động xuất khẩu, gián tiếp tác động đến mức tăng trưởng kinh tế cũng như các hoạt động sản xuất của công ty từ đó làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty, và giảm giá cổ phiếu.

Tác giả Noel Dilrukshan Richards và John Simpson đã thực hiện nghiên cứu về sự tương tác giữa giá cổ phiếu và tỷ giá hối đoái ở Úc. Tác giả thông qua việc kiểm định về sự đồng liên kết và mô hình Granger đã thấy được mức độ tương tác của tỷ giá hối đoái lên giá cổ phiếu. Với quan sát trong giai đoạn 2003-2006, thì nghiên cứu cho thấy trong ngắn hạn thì việc gia tăng tỷ giá hối đoái có tác động tích cực đến giá cổ phiếu của TTCK Úc. Hơn thế nữa, khi tiến hành kiểm định đồng liên kết thì kết quả cũng cho thấy có sự tác động trong dài hạn của tỷ giá hối đoái đến giá cổ phiếu. Tuy nhiên, trong một số nghiên cứu khác thì lại cho kết quả trái ngược như Rahman và Uddin (2009) đã nghiên cứu về sự tác động của tỷ giá hối đoái đến chỉ số giá cổ phiếu ở một số nước

đang phát triển như Bangladesh, Ấn Độ và Pakistan. Kết quả cho thấy không có mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và giá cổ phiếu ở các nước này trong dài hạn

Giá trị sản lượng công nghiệp

Là chỉ tiêu tổng hợp phản ánh kết quả sản xuất kinh doanh của ngành công nghiệp được sản xuất ra trong một khoảng thời gian nhất định. Đây là cơ sở để đánh giá tình hình phát triển công nghiệp của một quốc gia.

Khi giá trị sản lượng công nghiệp có mức tăng trưởng, điều này cho thấy nền kinh tế đang trong giai đoạn phát triển và các công ty làm ăn hiệu quả, có lãi; gia tăng lợi nhuận cho các cổ đông. Khi đó làm cho chứng khoán của công ty sẽ trở nên hấp dẫn hơn và giá cổ phiếu của các công ty cũng như chỉ số giá cổ phiếu trên TTCK cũng sẽ tăng lên.

Tác giả George Filis (2009) đã thực hiện nghiên cứu tìm hiểu về mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và giá trị sản lượng công nghiệp, thông qua mô hình VAR tác giả nhận thấy giá trị sản lượng công nghiệp có tác động tích cực đến giá cổ phiếu nhưng ở mức độ thấp. Tuy nhiên một nghiên cứu khác của tác giả Ahmet (2009) lại cho kết quả ngược lại, tác giả đã phân tích tác động của các biến kinh tế vĩ mô trong đó có chỉ số sản xuất công nghiệp ở Thổ Nhĩ Kỳ, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng chỉ số sản xuất công nghiệp tác động tiêu cực đến chỉ số giá cổ phiếu trên TTCK Thổ Nhĩ Kỳ.

Đầu tư trực tiếp nước ngoài

Theo Từ điển bách khoa toàn thư Wikipedia, đầu tư trực tiếp nước ngoài là hình thức đầu tư dài hạn của cá nhân hay công ty nước này vào nước khác bằng cách thiết

lập cơ sở sản xuất, kinh doanh. Nguồn vốn đầu tư trực tiếp này có thể dưới hình thức bằng tiền hoặc những tài sản khác để thực hiện hoạt động đầu tư.

Nghiên cứu của tác giả Sarbapriya Ray (2013) với chủ đề “Tác động của đầu tư trực tiếp nước ngoài đến giá cổ phiếu của Ấn Độ: Phương pháp tiếp cận mô hình nhân quả” đã tìm thấy sự tác động của đầu tư trực tiếp nước ngoài đến giá cổ phiếu. Tác giả đã tìm thấy sự tác động tích cực của đầu tư trực tiếp nước ngoài đến giá cổ phiếu ở Ấn Độ, tuy nhiên sự tác động này là không nhiều. Nguyên nhân là do lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đổ vào Ấn Độ ở mức độ hạn chế.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Các chỉ số giá cổ phiếu có thời gian áp dụng tại HOSE khác nhau như VN-Index được áp dụng vào tháng 7/2000, VN30-Index được áp dụng vào tháng 2/2012 còn lại VNMidcap-Index, VN100-Index, VNSmallcap-Index, VNAllshare-Index thì được áp dụng từ tháng 01/2014. Các nguồn dữ liệu này không đồng nhất với nhau, do đó để đồng nhất thời gian nghiên cứu sẽ sử dụng thêm bộ dữ liệu mà HOSE cung cấp để phục vụ cho việc nghiên cứu. Đây là số liệu mà HOSE đã tiến hành chạy thử các chỉ số trong 05 năm từ 02/01/2009 đến 24/01/2014. Các chỉ số đều được trải qua 10 kỳ xem xét thành phần và chuyển đổi theo đúng các tiêu chí trong quy tắc chỉ số hiện hành. Do bộ dữ liệu này chỉ cung cấp số liệu từ năm 2009 nên dữ liệu sử dụng là nguồn dữ liệu theo tháng và khung thời gian chọn mẫu là từ tháng 1/2009 đến tháng 6/2014.

Các dữ liệu được thu thập như

sau:

- Chỉ số giá cổ phiếu: Sử dụng giá cuối ngày của ngày cuối cùng trong tháng (điểm) của VN-Index, VN30-Index, VNMidcap-Index, VN100-Index, VNSmallcap-Index, VNAllshare-Index. Nguồn số liệu từ HOSE.

- Cung tiền: Tính bằng % thay đổi từng tháng so với cùng kỳ năm trước, được thu thập từ website của Ngân hàng Nhà nước VN (NHNN) và các website khác như Quỹ Tiền tệ Quốc tế, Ngân hàng Thế giới. Cung tiền ở đây được chọn là cung tiền M_2 gồm cung tiền cơ sở và tiền gửi tiết kiệm tại các tổ chức tín dụng.

- Lãi suất: Lãi suất sử dụng là bình quân lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 1 tháng của các ngày trong tháng. Nguồn số liệu từ website của NHNN.

- Lạm phát: nhân tố lạm phát sẽ lấy chỉ số giá tiêu dùng (CPI) làm đại diện; là phần trăm thay đổi từng tháng so với cùng kỳ năm trước. Nguồn số liệu từ Tổng cục Thống kê VN.

- Tỷ giá hối đoái: Lấy theo tỷ giá giữa USD/VND bình quân liên ngân hàng ngày cuối cùng của tháng do NHNN công bố trên website.

- Giá trị sản lượng công nghiệp: Là mức tăng từng tháng so với cùng kỳ năm trước. Nguồn từ Tổng cục Thống kê và website của Bộ Công thương VN.

- Đầu tư trực tiếp nước ngoài: Được lấy theo số lượng vốn đăng ký. Nguồn từ Cục Đầu tư nước ngoài.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Các nhân tố kinh tế vĩ mô tác động đến chỉ số giá cổ phiếu là cung tiền, lãi suất, lạm phát, tỷ giá hối đoái, giá trị sản lượng công

nghiệp và đầu tư trực tiếp nước ngoài. Khi sử dụng phần mềm Eviews sẽ giúp xác định các nhân tố kinh tế vĩ mô thực sự tác động đến biến phụ thuộc và mức độ tác động. Phương pháp này sẽ loại bỏ những biến không phù hợp và hạn chế các biến không cần thiết trong mô hình nghiên cứu vì nếu không, các kết quả ước lượng sẽ không chính xác.

Một trong các giả thiết của mô hình hồi quy cổ điển là các biến độc lập phải phi ngẫu nhiên. Nếu chúng ta ước lượng mô hình có chuỗi thời gian mà các biến độc lập không dừng, thì khi đó giả thiết của phương pháp bình phương nhỏ nhất sẽ bị vi phạm (kỳ vọng toán, phương sai và hiệp phương sai không đổi theo thời gian) dẫn đến việc sử dụng kiểm định t và p không hiệu quả (hay còn gọi là hiện tượng hồi quy giả).

Do đó bước đầu là sử dụng kiểm định Dickey – Fuller (ADF) để kiểm định về sự tồn tại nghiệm đơn vị của chuỗi thời gian giữa chỉ số giá cổ phiếu và các nhân tố kinh tế vĩ mô. Đây được xem là bước đầu tiên được sử dụng trong mô hình nghiên cứu. Nếu chuỗi thời gian không chứa nghiệm đơn vị hay gọi là dừng thì các biến đã chọn đáp ứng được yêu cầu của phương pháp đang dùng.

Ngược lại nếu kết quả kiểm định nghiệm đơn vị phát hiện ra các biến là chuỗi không dừng sẽ tiến hành thêm kiểm định đồng liên kết vì sự kết hợp tuyến tính của các chuỗi thời gian không dừng có thể là một chuỗi dừng và các chuỗi thời gian không dừng đó được cho là đồng liên kết.

Sau khi xác định các dữ liệu là những chuỗi dừng thì sẽ tiến hành chạy mô hình hồi quy để xác định

sự tác động giữa biến phụ thuộc là các chỉ số giá cổ phiếu và các biến độc lập là lạm phát, lãi suất, cung tiền, tỷ giá hối đoái, giá trị sản lượng công nghiệp, đầu tư trực tiếp nước ngoài và mức độ tác động của các biến độc lập lên biến giải thích.

Phương trình 2 thể hiện quan hệ giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc như sau:

$$SP = \beta_0 + \beta_1 CPI + \beta_2 IR + \beta_3 M_2 + \beta_4 EX + \beta_5 IO + \beta_6 FDI + e \quad (2)$$

Trong đó:

SP: các chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE

CPI: chỉ số giá tiêu dùng đại diện cho lạm phát

IR: lãi suất

M_2 : mức cung tiền

EX: tỷ giá hối đoái bình quân liên ngân hàng giữa USD/VND

IO: giá trị sản lượng công nghiệp

FDI: đầu tư trực tiếp nước ngoài

e: sai số ngẫu nhiên.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Kết quả kiểm định tính dừng

Các số liệu trong mô hình là các chuỗi dữ liệu theo thời gian và đặc tính của các chuỗi số liệu này là tính dừng. Nếu chúng ta hồi quy các chuỗi số liệu không dừng sẽ dẫn khả năng thu được các kết quả không xác thực hoặc không đáng tin cậy dù rằng bề ngoài các kết quả đó có vẻ là tốt, đó là trường hợp hồi quy giả mạo. Vì vậy, việc kiểm định chuỗi số liệu trong mô hình có dừng hay không dừng là việc làm cần thiết trong việc phân tích các số liệu ở dạng chuỗi thời gian. Một trong những phương pháp được sử dụng phổ biến để kiểm định chuỗi số liệu đó có dừng hay không là

Bảng 1: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị của các biến trong mô hình

Biến	T-statistic là -2.93 (5%)	Kết luận với mức ý nghĩa 5%
VN-Index	-2.83	Chấp nhận H_0 (tức chuỗi không dừng)
VN30	-2.37	Chấp nhận H_0 (tức chuỗi không dừng)
VNMidcap	-3.23	Chấp nhận H_1 (tức chuỗi dừng)
VN100	-2.45	Chấp nhận H_0 (tức chuỗi không dừng)
VNSmallcap	-1.52	Chấp nhận H_0 (tức chuỗi không dừng)
VNAllshare	-2.28	Chấp nhận H_0 (tức chuỗi không dừng)
CPI	-2.64	Chấp nhận H_0 (tức chuỗi không dừng)
IR	-0.19	Chấp nhận H_0 (tức chuỗi không dừng)
EX	-2.63	Chấp nhận H_0 (tức chuỗi không dừng)
M2	-2.48	Chấp nhận H_0 (tức chuỗi không dừng)
IO	-2.00	Chấp nhận H_0 (tức chuỗi không dừng)
FDI	-8.41	Chấp nhận H_1 (tức chuỗi dừng)

Chú thích: **có ý nghĩa ở mức 5%

Nguồn: Kết quả phân mềm Eviews 7.0

Bảng 2: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị sai phân bậc 1 của các biến trong mô hình

Biến	T-statistic là -2.93 (5%)	Kết luận với mức ý nghĩa 5%
VN-Index	-9.71	Chấp nhận H_1 (tức chuỗi dừng)
VN30	-6.89	Chấp nhận H_1 (tức chuỗi dừng)
VN100	-6.32	Chấp nhận H_1 (tức chuỗi dừng)
VNSmallcap	-6.67	Chấp nhận H_1 (tức chuỗi dừng)
VNAllshare	-6.40	Chấp nhận H_1 (tức chuỗi dừng)
CPI	-3.09	Chấp nhận H_1 (tức chuỗi dừng)
IR	-11.75	Chấp nhận H_1 (tức chuỗi dừng)
M2	-4.57	Chấp nhận H_1 (tức chuỗi dừng)
EX	-6.69	Chấp nhận H_1 (tức chuỗi dừng)
IO	-12.92	Chấp nhận H_1 (tức chuỗi dừng)

Chú thích: ** có ý nghĩa ở mức 5%

Nguồn: Kết quả phân mềm Eviews 7.0

phương pháp kiểm định nghiệm đơn vị do Dickey và Fuller đưa ra.

Giả thuyết của kiểm định nghiệm đơn vị là:

$H_0: \beta = 0$ chuỗi thời gian không dừng.

$H_1: \beta = 1$ chuỗi thời gian dừng.

Trong kiểm định nghiệm đơn vị, giá trị kiểm định không theo phân phối chuẩn mà sẽ theo phân phối xác suất τ (tau statistic, $\tau =$ giá trị hệ số ước lượng/ sai số của hệ số ước lượng). Giá trị tới hạn τ được xác định dựa trên bảng giá trị tính sẵn của Mackinnon (1996). Để

kiểm định giả thuyết H_0 , ta so sánh giá trị kiểm định τ tính toán với giá trị τ tới hạn của Mackinnon và đưa ra kết luận tính dừng của chuỗi số liệu. Cụ thể, nếu trị tuyệt đối của giá trị tính toán lớn hơn trị tuyệt đối giá trị tới hạn thì giả thuyết H_0 sẽ bị bác bỏ và chấp nhận giả thuyết H_1 , tức chuỗi dữ liệu có tính dừng và ngược lại chấp nhận giả thuyết H_0 , tức dữ liệu không có tính dừng.

Các giá trị tuyệt đối của t tính toán đều nhỏ hơn giá trị tuyệt đối của t tra bảng. Do đó không có cơ sở để bác bỏ giả thuyết H_0 hay các

chuỗi số liệu là các chuỗi không dừng. Tiếp tục tiến hành kiểm định nghiệm đơn vị của các biến trong mô hình ở độ trễ bậc 1.

Kết quả cho thấy các biến trong mô hình đều dừng ở sai phân bậc 1. Đối với số liệu ban đầu thì các biến đều không dừng, nhưng khi lấy sai phân bậc 1 thì các biến thể hiện tính dừng. Điều này cho thấy giữa các biến có thể có tác động trong dài hạn, do đó thực hiện tiếp kiểm định đồng liên kết.

4.2. Kết quả kiểm định đồng liên kết

Mặc dù kết quả của kiểm định nghiệm đơn vị cho thấy dữ liệu trong mô hình là những chuỗi số liệu không dừng nên khi hồi quy chuỗi thời gian này sẽ dẫn đến kết quả hồi quy giả mạo. Tuy nhiên Engle và Granger cho rằng sự kết hợp giữa các chuỗi không dừng có thể là một chuỗi dừng và các chuỗi không dừng đó được cho là đồng liên kết. Do đó, sẽ dựa theo phương thức của Johansen để tiến hành kiểm định đồng liên kết cho các chuỗi thời gian không dừng này.

Giả thuyết của kiểm định đồng liên kết là:

H_0 : Không có mối quan hệ đồng liên kết giữa các chuỗi thời gian.

H_1 : Có mối quan hệ đồng liên kết giữa các chuỗi thời gian.

Với mức ý nghĩa 5%, để bác bỏ hay chấp nhận giả thuyết H_0 , ta sẽ so sánh giá trị Trace Statistic và giá trị Critical value như sau:

- Nếu Trace Statistic nhỏ hơn Critical value, sẽ chấp nhận giả thuyết H_0 , tức là không có mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến trong mô hình.

Bảng 3: Kết quả kiểm định đồng liên kết

Giả thuyết H_0 của kiểm định Johansen	Trace Statistic	Critical Value
Không có mối quan hệ đồng liên kết trong mô hình	575.7290	334.9837
Có 1 quan hệ đồng liên kết trong mô hình	471.5064	285.1425
Có 2 quan hệ đồng liên kết trong mô hình	381.4557	239.2354
Có 3 quan hệ đồng liên kết trong mô hình	295.8424	197.3709
Có 4 quan hệ đồng liên kết trong mô hình	216.3981	159.5297
Có 5 quan hệ đồng liên kết trong mô hình	157.7838	125.6154
Có 6 quan hệ đồng liên kết trong mô hình	107.2117	95.75366
Có 7 quan hệ đồng liên kết trong mô hình	71.92002	69.81889
Có 8 quan hệ đồng liên kết trong mô hình	46.66648	47.85613

Chú thích: ** có ý nghĩa ở mức 5%

Nguồn: Kết quả phân mềm Eviews 7.0

Bảng 4: Kết quả mô hình hồi quy

VN-Index=	121.856 [1.000]	- 7.223 CPI_t [-5.044]***	+ 3.2946 $M2_t$ [3.807]***	+ 0.0167 EX_t [3.059]**	
VN30-Index =	-66.78 [-0.717]	- 7.33 CPI_t [-6.221]***	+ 0.032 EX_t [7.005]***		
VNMidcap-Index=	-107.496 [-0.789]	- 15.014 CPI_t [-5.909]***	10.621 IR_t [2.534]**	0.032 EX_t [2.536]**	0.002 IO_t [1.696]*
VN100-Index=	-37.548 [-0.419]	-7.063 CPI_t [-6.225]***	+0.0277 EX_t [6.278]***		
VNSmallcap-Index=	990.684 [3.676]	-23.63 CPI_t [-5.116]***	+ 25.48 IR_t [3.695]**	+4.51 $M2_t$ [2.390]*	-0.025 EX_t [-2.124]*
VNAllshare-Index=	-31.143 [-0.271]	-9.062 CPI_t [-4.604]***	+ 4.910 IR_t [1.670]*	+ 1.403 $M2_t$ [1.744]*	+ 0.025 EX_t [4.970]***

Chú thích: * có ý nghĩa ở mức 10% ; ** có ý nghĩa ở mức 5% ; *** có ý nghĩa ở mức 1%.

Nguồn: Kết quả phân mềm Eviews 7.0

- Nếu Trace Statistic lớn hơn Critical value, sẽ bác bỏ giả thuyết H_0 , chấp nhận giả thuyết H_1 tức là có mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến trong mô hình.

Với kết quả của kiểm định theo phương pháp Johansen và mức ý nghĩa 5%, ta thấy giữa các chuỗi thời gian không dừng này có tồn tại ít nhất 7 mối quan hệ trong dài hạn.

4.3 Kết quả mô hình hồi quy

Sau khi thực hiện kiểm định tính dừng, kiểm định đồng liên kết sẽ tiến hành chạy mô hình hồi

quy với biến độc lập lần lượt là các chỉ số giá cổ phiếu đang áp dụng tại HOSE bao gồm VN-Index, VN30-Index, VNMidcap-Index, VN100-Index, VNSmallcap-Index, VNAllshare-Index .

Từ kết quả mô hình hồi quy ta thấy:

Lạm phát: Với mức ý nghĩa 1% và trong điều kiện các yếu tố khác không đổi ta thấy lạm phát có tác động tiêu cực đến các chỉ số giá cổ phiếu như VN-Index, VN30-Index, VNMidcap-Index, VN100-Index, VNSmallcap-Index, VNAllshare-Index.

Cung tiền: Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, với mức ý nghĩa 10% cung tiền có tác động tích cực đến các chỉ số giá cổ phiếu như VN-Index, VNSmallcap-Index, VNAllshare-Index.

Tỷ giá hối đoái: Với mức ý nghĩa 5% và trong điều kiện các yếu tố khác không đổi ta thấy tỷ giá hối đoái có tác động tích cực đến các chỉ số giá cổ phiếu như VN-Index, VN30-Index, VNMidcap-Index, VN100-Index, VNAllshare-Index, nhưng lại tác động tiêu cực đến VNSmallcap-Index

Lãi suất: Với mức ý nghĩa 5% và trong điều kiện các yếu tố khác không đổi ta thấy lãi suất có tác động tích cực đến các chỉ số giá cổ phiếu như VNMidcap-Index, VNSmallcap-Index, VNAllshare-Index.

Giá trị sản lượng công nghiệp: Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, với mức ý nghĩa 10% giá trị sản lượng công nghiệp chỉ có tác động tích cực đến VNMidcap-Index. Còn các chỉ số giá cổ phiếu khác không bị tác động.

Đầu tư trực tiếp nước ngoài: trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, với mức ý nghĩa 10% đầu tư trực tiếp nước ngoài không có tác động đến các chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE

Qua việc phân tích sự tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến các chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE, có thể đánh giá về sự tác động đó như sau:

- **Lạm phát:** Nhân tố lạm phát có tác động tiêu cực đến tất cả chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE, trong đó VNSmallcap-Index chịu sự tác động nhiều nhất, kết quả này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu được đề ra ban đầu. Khi lạm phát tăng 1% thì VNSmallcap-Index

bị giảm 23,63 điểm. Có thể thấy VNSmallcap-Index bao gồm các công ty có mức vốn hóa ở mức trung bình nên chịu sự tác động của lạm phát nhiều hơn những công ty thuộc nhóm cao hơn như VNMidcap-Index hoặc VN30-Index. Ngược lại VN100-Index chịu sự tác động ít nhất giảm khoảng 7 điểm khi tăng 1%/tháng của lạm phát. Khi lạm phát gia tăng làm tăng chi phí đầu vào của công ty làm ảnh hưởng đến lợi nhuận và cũng gián tiếp khiến cổ phiếu của công ty bị giảm giá.

- **Cung tiền:** Cung tiền có tác động tích cực đến các chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE như VN-Index, VNSmallcap-Index và VNAllshare-Index, kết quả này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu được đề ra ban đầu. Cung tiền có mức tác động nhiều nhất đến VNSmallcap-Index, khi cung tiền tăng 1% thì VNSmallcap-Index sẽ tăng 4,5 điểm. Còn VNAllshare-Index có mức tăng thấp nhất khi chịu sự tác động của cung tiền với mức tăng 1,4 điểm. Khi cung tiền tăng lên, lượng tiền đưa vào lưu thông cũng sẽ tăng, các công ty và nhà đầu tư sẽ có nhiều cơ hội để tiếp cận nguồn vốn. Công ty dễ vay vốn để mở rộng kinh doanh giúp làm tăng thu nhập; các nhà đầu tư có thêm vốn để đầu tư dẫn đến nhu cầu về chứng khoán sẽ tăng và làm tăng giá cổ phiếu.

- **Tỷ giá hối đoái:** tỷ giá hối đoái có tác động đến tất cả các chỉ số cổ phiếu tại HOSE như VN-Index, VN30-Index, VNMidcap-Index, VN100-Index, VNSmallcap-Index, VNAllshare-Index. Trong đó VNMidcap-Index nhận sự tác động nhiều nhất khi tỷ giá tăng 1% thì VNMidcap-Index tăng 0,032 điểm. Tác động tích cực này là do

khi tỷ giá hối đoái tăng lên cùng với chính sách đầu tư hợp lý sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư nước ngoài tham gia đầu tư vào trong nước ở các lĩnh vực như đầu tư xây dựng cơ bản hoặc đầu tư chứng khoán. Từ đó có tác động tích cực đến TTCK, làm tăng nguồn cầu và tăng giá cổ phiếu.

- **Lãi suất:** Lãi suất có tác động đến một số chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE như VNMidcap-Index, VNSmallcap-Index và VNAllshare-Index. Khi lãi suất tăng 1% thì các chỉ số giá cổ phiếu sẽ tăng giá trong đó tác động nhiều nhất là VNSmallcap-Index tăng 25,48 điểm. VNSmallcap-Index bao gồm các công ty có mức vốn hóa trung bình nên sẽ chịu nhiều tác động từ nhân tố lãi suất do lãi suất ảnh hưởng đến việc huy động nguồn vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty.

- **Giá trị sản lượng công nghiệp:** Giá trị sản lượng công nghiệp có tác động tích cực đến VNMidcap-Index, kết quả này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu được đề ra ban đầu. Cụ thể đối với VNMidcap-Index khi giá trị sản lượng công nghiệp tăng 1% thì VNMidcap-Index sẽ tăng 0.002 điểm. Do có khoảng 50 mã cổ phiếu trong VNMidcap-Index là cổ phiếu của các công ty thuộc nhóm ngành sản xuất kinh doanh như chế biến thủy sản, thực phẩm, năng lượng điện/khí/gas, dệt may, vật liệu xây dựng... nên khi giá trị sản lượng công nghiệp tăng lên cho thấy nền kinh tế đang hoạt động tốt, do đó sẽ thúc đẩy hơn nữa hoạt động kinh doanh của các công ty đặc biệt là các công ty liên quan đến nhóm ngành sản xuất kinh doanh. Khi công ty hoạt động hiệu quả sẽ tăng cổ tức cho các cổ đông cũng như



làm cho cổ phiếu của công ty trở nên hấp dẫn các nhà đầu tư trên thị trường.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

Kết quả nghiên cứu cho thấy các chỉ số giá cổ phiếu chịu sự tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô như lạm phát, cung tiền, tỷ giá hối đoái, lãi suất và giá trị sản lượng công nghiệp. Tuy nhiên, sự tác động này là khác nhau đối với từng chỉ số giá cổ phiếu. Trên cơ sở này, nghiên cứu gợi ý một số chính sách nhằm gia tăng sự tác động tích cực và hạn chế sự tác động tiêu cực của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến các chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE.

5.1. Kiểm soát tình hình lạm phát

Phối hợp đồng bộ, linh hoạt giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa để tránh những tác động trái chiều làm ảnh hưởng đến hiệu quả thực hiện của từng chính sách. Lạm phát chịu sự tác động của nhiều nguyên nhân như cơ cấu nền kinh tế, tình hình xuất nhập khẩu, chính sách tín dụng của các ngân hàng hay chính sách tài khóa... Tuy nhiên lạm phát được thể hiện chủ yếu qua mức cung tiền đối với nền kinh tế do đó để

kiểm soát tình hình lạm phát cần có những giải pháp tác động vào mức cung tiền như áp dụng chính sách thắt chặt tiền tệ, kiểm soát lãi suất cho phù hợp với những tình huống khác nhau của thị trường, tập trung chính sách tín dụng vào những hoạt động kinh tế trọng yếu... Việc áp dụng các giải pháp này cần có sự phối hợp của NHNN và các tổ chức tín dụng để vừa đảm bảo duy trì hoạt động ổn định của ngân hàng vừa đạt được mục tiêu đề ra là kiểm soát lạm phát.

Tăng cường công tác thu thập thông tin, xử lý số liệu nhanh chóng, chính xác về tình hình lạm phát để cung cấp đầy đủ thông tin cho việc đánh giá thực trạng của nền kinh tế cũng như hoạt động sản xuất kinh doanh, kịp thời đưa ra các giải pháp khi những diễn biến xấu xảy ra; làm giảm thiểu những rủi ro tổn thất.

5.2. Ổn định tỷ giá hối đoái

Tỷ giá hối đoái đóng vai trò quan trọng trong các hoạt động của nền kinh tế. Đặc biệt trong giai đoạn hiện nay, VN đang có những chính sách thu hút nguồn vốn đầu tư từ nước ngoài; đặc biệt đối với nguồn vốn gián tiếp thông

qua việc dự thảo các nội dung như nhà đầu tư nước ngoài được mua cổ phần, phần vốn góp để sở hữu 51% vốn điều lệ của tổ chức kinh doanh chứng khoán đang hoạt động; được thành lập mới tổ chức kinh doanh chứng khoán 100% vốn nước ngoài hoặc mua để sở hữu 100% vốn nước ngoài tổ chức kinh doanh chứng khoán đang hoạt động tại VN. Với những chính sách thu hút vốn thì việc ổn định tỷ giá hối đoái sẽ góp phần làm cho các chính sách thu hút nguồn vốn từ nước ngoài đạt được hiệu quả cao hơn; giúp tạo dựng niềm tin cho các nhà đầu tư về một môi trường kinh doanh ổn định, có nhiều chính sách ưu đãi; tạo ra các bước đệm về sau trong việc thu hút thêm nguồn vốn từ nước ngoài để đầu tư và phát triển TTCK trong tương lai.

Để đạt được mục tiêu ổn định tỷ giá hối đoái thì cần thực hiện các hoạt động kinh tế tạo ra nhiều nguồn thu ngoại tệ như: cải thiện cán cân thanh toán quốc tế, tăng nguồn dự trữ ngoại tệ,... khi cần thiết NHNN có thể sử dụng để điều tiết và duy trì tỷ giá hối đoái được ổn định. Bên cạnh đó, cần thực hiện tốt vai trò quản lý vĩ mô của

các ban ngành có liên quan để đưa ra các chính sách điều tiết kịp thời và phù hợp khi có những biến động trong nền kinh tế tác động lên tỷ giá hối đoái. Khi thực hiện tốt các giải pháp trên sẽ giúp đẩy mạnh tiềm lực kinh tế và đủ công cụ để duy trì sự ổn định cho thị trường ngoại hối, chống lại các cú sốc từ bên ngoài giúp ổn định kinh tế vĩ mô, hạn chế tác động bất thường của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến các chỉ số giá cổ phiếu.

6.3 Điều hành linh hoạt chính sách tiền tệ

Việc điều hành chính sách tiền tệ giữ vai trò quan trọng đối với nền kinh tế, giúp nền kinh tế đạt được những mục tiêu kinh tế vĩ mô như kiềm chế lạm phát, ổn định tỷ giá và xa hơn là tăng trưởng kinh tế. Chính sách tiền tệ thông qua sự thay đổi về mức cung tiền sẽ tác động đến các đối tượng trong nền kinh tế, với TTCK thì chính sách tiền tệ sẽ tác động đến cung tiền và làm ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư. Khi thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng mức cung tiền sẽ làm mất bằng chung của lãi suất bị giảm xuống. Khi lãi suất thấp sẽ không khuyến khích gửi tiền vào ngân hàng và nhà đầu tư có thể vay thêm vốn với chi phí thấp hơn trước, điều này khiến nhà đầu tư tìm kiếm một kênh đầu tư khác hấp dẫn hơn, một trong những kênh đó là TTCK. Do đó nhu cầu chứng khoán tăng cao dẫn đến giá cổ phiếu cũng tăng lên.

6.4. Một số gợi ý khác

- Thực hiện chính sách tiền tệ chủ động và linh hoạt hơn nhằm để phù hợp với tình hình thực tế giúp kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô và hỗ trợ mức tăng trưởng kinh tế. Bên cạnh đó còn giúp hạn chế ảnh hưởng tiêu cực lên các chỉ

số giá cổ phiếu khi có những tác động từ nền kinh tế và tạo dựng niềm tin cho các nhà đầu tư khi tham gia thị trường.

- Điều tiết linh hoạt lượng tiền mặt lưu thông đáp ứng nhu cầu của nền kinh tế khi cần thiết cũng như hỗ trợ việc thực hiện các chính sách điều tiết của NHNN về cơ cấu mệnh giá của tiền; giá trị, đảm bảo tốt lượng tiền mặt dự trữ sẽ phát hành; tăng cường công tác thông tin, tuyên truyền, phối hợp các cơ quan có liên quan để nâng cao các biện pháp phòng chống tiền giả, rửa tiền và bảo vệ tiền tệ VN.

- Mặc dù hoạt động của NHNN ảnh hưởng rất lớn đến sự an toàn của hệ thống ngân hàng, mức cung tiền trên thị trường. Tuy nhiên NHNN VN chỉ được coi như cơ quan quản lý hành chính nhà nước giống như các bộ khác, không phải là một cơ quan đặc biệt độc lập với Chính phủ. Do đó để mang hiệu quả hoạt động của NHNN cũng như việc điều hành chính sách đạt được kết quả như mong đợi thì cần nâng cao tính độc lập của NHNN so với các cơ quan chức năng khác như Chính phủ. Tính độc lập có thể được thể hiện qua việc độc lập trong hoạch định chính sách và chủ động được trong việc sử dụng các công cụ thực thi chính sách tiền tệ điều tiết trên thị trường. Với sự độc lập tương đối này sẽ giúp các quyết định của NHNN sẽ nhanh chóng đạt được những hiệu quả trên thị trường, kịp thời giảm thiểu những ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế.

- Tăng cường công tác thanh tra giám sát thị trường tiền tệ, kiểm soát chất lượng hoạt động và xử lý nợ xấu của các tổ chức tín dụng nhằm phát hiện và xử lý sai sót kịp thời để đảm bảo an toàn hoạt động

của các tổ chức tín dụng; giúp hạn chế những tác động tiêu cực đến các chỉ số giá cổ phiếu và TTCK nói chung●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Adel Al Sharkas và Marwan Alzoybi. (2011). *Stock prices and inflation: Evidence from Jordan, Saudi Arabia, Kuwait and Morocco*. Economic Research Forum. Working Paper No.653.
- Bùi Kim Yến và Nguyễn Thái Sơn. (2014). Sự phát triển của thị trường chứng khoán VN dưới ảnh hưởng của các nhân tố kinh tế vĩ mô. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, Số 16 (26), trang 3 -10.
- Chen Shaoping. (2008). *Positivist analysis on Effect of Monetary Policy on Stock Price Behaviors*. Jiangxi University of Finance and Economic P.R, China.
- Fama và Schwert. (1977). Stock returns, inflationary expectations and real activity: New Evidence. *American Economic Review* 71, 4, p.545-565.
- George Filis. (2009). The relationship between stock market, CPI and industrial production in Greece and the impact of oil prices: Are any new findings emerging from the examination of their cyclical components, using recent data. *International Conference on Applied Economics*, p164 – p176.
- Hoàng Trọng và Chu Thị Mộng Ngọc. (2008). *Thống kê ứng dụng*. Hà Nội: Nhà xuất bản Thống kê.
- Mahmudul Alam and Salah Uddin. (2009). Relationship between interest rate and stock price: Empirical evidence from developed and developing countries. *International Journal of Business and Management*, Vol.4, No.3, p.43 – 51.
- Nguyễn Minh Kiều và Nguyễn Văn Điệp. (2013). Quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và biến động thị trường chứng khoán: Bằng chứng nghiên cứu từ thị trường VN. *Tạp chí Phát triển Khoa học và Công nghệ*, Tập 6, Số 3, trang 86 – 100.