
TÁC ĐỘNG BẤT ĐỐI XỨNG CỦA CÁC YẾU TỐ KINH TẾ VĨ MÔ ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Phạm Đức Huy

Trường Đại học Tài chính – Marketing

Email: huypham@ufm.edu.vn

Mã bài: JED-1437

Ngày nhận: 19/10/2023

Ngày nhận bản sửa: 30/11/2023

Ngày duyệt đăng: 21/12/2023

DOI: 10.33301/JED.VI.1437

Tóm tắt:

Nghiên cứu về tác động bất đối xứng của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam được thực hiện thông qua ước lượng hồi quy NARDL. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu theo quý của các biến gồm: chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam (VNIndex), tỷ giá hối đoái (EXR), tỷ lệ lạm phát (INF), lãi suất cho vay (IR), tăng trưởng cung tiền (M2) và tăng trưởng kinh tế (GDP) trong giai đoạn quý 1 năm 2009 đến quý 2 năm 2023. Kết quả nghiên cứu cho thấy các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán Việt Nam trong cả ngắn và dài hạn. Đồng thời, xác nhận tác động bất đối xứng trong dài hạn của cung tiền và lạm phát đến thị trường chứng khoán. Do đó, khi chính phủ ban hành và quản lý các chính sách kinh tế vĩ mô thông qua việc thực thi các mục tiêu của chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa cần có sự kết hợp và xem xét đến sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán. Kết quả nghiên cứu còn cung cấp cho các nhà đầu tư góc nhìn mới về tác động bất đối xứng của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam, để từ đó thiết lập danh mục đầu tư nâng cao khả năng dự báo và hiệu quả trong các quyết định đầu tư.

Từ khóa: Thị trường chứng khoán, các yếu tố vĩ mô, tác động bất đối xứng, mô hình tự hồi quy phân phối trễ phi tuyến.

Mã JEL: E44, E52.

Asymmetric effect of macroeconomic factor on the Vietnam Stock Exchange

Abstract:

The study of the asymmetric effect of macroeconomic factors on the Vietnam Stock Exchange was carried out through the NARDL regression estimate. The research employs quarterly data from variables such as the Vietnam Stock Market Index, exchange rate, inflation rate, loan rate, money supply growth, and economic growth from the first quarter of 2009 to the second quarter of 2023. The results showed that macro-factors affect Vietnamese stock markets in both the short and long term. Simultaneously, the findings confirm the asymmetric effect of money supply and inflation on the Vietnam stock exchange in the long term. Therefore, when governments enact and manage macroeconomic policies through the implementation of monetary and fiscal policy objectives, there needs to be a combination of considerations for the sustainable development of the stock market. The findings also offer investors a fresh outlook on the asymmetric impact of macroeconomic factors on the Vietnam Stock Exchange, therefore enabling the creation of portfolios that improve the predictability and efficiency of investment choices.

Keywords: Stock market, macroeconomic factors, asymmetric effect, nonlinear autoregressive distributed lag model

JEL Codes: E44, E52

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, hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán được xem là một chỉ báo quan trọng cho nền kinh tế vì nó thể hiện niềm tin, định hướng của nhà đầu tư vào tương lai. Bên cạnh đó, với việc phát triển thị trường chứng khoán, các nhà đầu tư đã cố gắng điều tra và dự báo giá cổ phiếu và sự phát triển của thị trường vốn. Việc xác định tác động của các yếu tố vĩ mô đến thị trường chứng khoán đóng một vai trò quan trọng trong khoa học và kinh tế. Đặc biệt, trong kỷ nguyên số như hiện nay có rất nhiều thông tin trên khắp thế giới, nên việc ước tính lợi nhuận và rủi ro của thị trường chứng khoán trở nên khó khăn hơn khi xem xét lượng thông tin khổng lồ có sẵn và các yếu tố có thể khác.

Fama (1970) cho rằng giá cổ phiếu phải chứa tất cả thông tin liên quan kể cả thông tin có sẵn công khai, có ý nghĩa quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách và môi giới chứng khoán. Kế thừa giả thuyết thị trường hiệu quả, Modigliani & Cohn (1979) đề xuất giả thuyết ảo tưởng lạm phát (inflation illusion hypothesis), cho rằng các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán không hiểu được tác động của lạm phát đến tốc độ tăng trưởng cổ tức danh nghĩa. Bởi vì tỷ lệ cổ tức và giá cổ phiếu thay đổi theo lãi suất thị trường, điều này hàm ý rằng giá cổ phiếu bị định giá thấp khi lạm phát cao và được định giá quá cao khi nó ở mức thấp. Thêm vào đó, Chen & cộng sự (1986) sử dụng lý thuyết định giá kinh doanh chênh lệch (APT) chỉ ra rằng chênh lệch cấu trúc kỳ hạn, lạm phát dự kiến và lạm phát bất ngờ, chỉ số sản xuất công nghiệp và chênh lệch giữa trái phiếu cấp cao và cấp thấp là những yếu tố ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán Mỹ. Không chỉ lạm phát, chỉ số sản xuất công nghiệp mà một số yếu tố vĩ mô khác như tăng trưởng tín dụng, giá dầu, chỉ số giá tiêu dùng, tổng sản lượng, lãi suất, tỷ giá hối đoái cũng ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán trong cả ngắn hạn và dài hạn (Humpe & Macmillan, 2009; Masuduzzaman, 2012). Một trong những hạn chế lớn trong các nghiên cứu trước đây là các tác giả này đã sử dụng các mô hình hồi quy tuyến tính (VAR, ARDL, VECM, GARCH) nhằm kiểm định mối quan hệ các yếu tố kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán (Bhuiyan & Chowdhury, 2020; Celebi & Hönig, 2019; Gopinathan & Durai, 2019; Megaravalli & Sampagnaro, 2018; Phan Thị Bích Nguyệt & Phạm Dương Phương Thảo, 2013; Parab & Reddy, 2020; Nguyễn Thị Như Quỳnh & Võ Thị Hương Linh, 2020; Ratanapakorn & Sharma, 2007; Trần Ngọc Thơ & Hồ Thị Lam, 2015; Thân Thị Thu Thủy & Võ Thị Thuỳ Dương, 2015). Tuy nhiên, Bahmani-Oskooee & Saha (2018) cho rằng hầu hết các nghiên cứu trước đây giả định mối quan hệ tuyến tính của các yếu tố kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán nhưng trên thực tế chúng là phi tuyến tính (Alimi & Adediran, 2018; Kumar & cộng sự, 2021; Sheikh & cộng sự, 2020; Huỳnh Thái Huy, 2018; Phạm Thị Tuyết Trinh & Võ Lê Linh Đan, 2018). Do đó, trong khi phân tích sự tác động đồng thời giữa các loại tài sản khác nhau, điều cực kỳ quan trọng bằng cách sử dụng các mô hình phi tuyến tính nhằm nghiên cứu ảnh hưởng bất cân xứng của các yếu tố vĩ mô đến thị trường chứng khoán.

Trong bối cảnh hiện nay, thị trường chứng khoán Việt Nam có những biến động mạnh, nhà đầu tư nước ngoài không còn được tiếp cận nguồn vốn giá rẻ dễ dàng như trước do các gói hỗ trợ đã chấm dứt, lãi suất tăng, thanh khoản thị trường tài chính toàn cầu eo hẹp hơn và hệ thống ngân hàng toàn cầu cũng thắt chặt điều kiện cho vay do e ngại rủi ro suy thoái, rủi ro tài chính toàn cầu tăng lên. Do đó việc nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam là cần thiết. Đồng thời, việc nghiên cứu về mối quan hệ bất cân xứng giữa các yếu tố vĩ mô và thị trường chứng khoán ở Việt Nam còn thiếu nhiều bằng chứng thực nghiệm. Do vậy, nghiên cứu này được thực hiện nhằm cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về tác động bất đối xứng của những biến động chỉ số kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam bằng cách tiếp cận mô hình tự hồi quy phân phối trễ phi tuyến.

2. Tổng quan nghiên cứu

Giả thuyết thị trường hiệu quả (EMH) được phát triển bởi Fama (1970) cho rằng giá cổ phiếu phải chứa tất cả thông tin liên quan kể cả thông tin có sẵn công khai, có ý nghĩa quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách và môi giới chứng khoán. Nếu giá cổ phiếu phản ánh chính xác các nguyên tắc cơ bản, thì giá cổ phiếu nên được sử dụng làm chỉ số hàng đầu cho các hoạt động kinh tế trong tương lai chứ không phải ngược lại. Vì vậy, mối quan hệ nhân quả và tương tác động giữa các biến số kinh tế vĩ mô và giá cổ phiếu có ý nghĩa quan trọng trong việc xây dựng chính sách kinh tế vĩ mô của quốc gia. Thêm vào đó, lý thuyết định giá kinh doanh chênh lệch (APT) cho rằng giá của một tài sản được xác định bởi một số yếu tố cơ bản ảnh

hưởng đến lợi nhuận và rủi ro của tài sản đó. Ngoài ra, các biến số có tác động đáng kể đến tỷ suất lợi nhuận bao gồm tỷ giá hối đoái, lãi suất, cung tiền, tỷ lệ lạm phát và tăng trưởng kinh tế.

Fama (1981) đã giải thích rằng sự gia tăng lạm phát gây ra nhiều rủi ro, do đó tăng thêm các chi phí quản lý của các nhà đầu tư và điều này cuối cùng dẫn đến giá cổ phiếu thấp hơn và làm ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường chứng khoán. Một lý do khác cho mối quan hệ tiêu cực giữa lạm phát và giá cổ phiếu là tăng lạm phát làm tăng chi phí sản xuất và làm cho lưu lượng tiền mặt của doanh nghiệp giảm và điều này làm giảm giá cổ phiếu (Syed, 2021; Ratanapakorn & Sharma, 2007; Chang & cộng sự, 2019; Bhuiyan & Chowdhury, 2020). Trái lại, Chang & cộng sự (2019) cho rằng tồn tại mối liên hệ tích cực giữa lạm phát và giá cổ phiếu (Phan Thị Bích Nguyệt & Phạm Dương Phương Thảo, 2013; Ratanapakorn & Sharma, 2007). Có thể thấy, các nghiên cứu trước đây đều cung cấp các bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của lạm phát, lãi suất đến chỉ số chứng khoán, tuy nhiên các kết quả này chưa được thống nhất. Khác với các nghiên cứu trên, các nghiên cứu gần đây của Gopinathan & Durai (2019) a transformation that extracts the actual functional relationship between these variables using the alternating conditional expectations algorithm of (J Am Stat Assoc 80:580–598, 1985, Chang & Rajput (2018), Hashmi & Chang (2023) đều cho rằng tồn tại mối quan hệ bất đối xứng giữa lạm phát, lãi suất và thị trường chứng khoán.

Megaravalli & Sampagnaro (2018) cho thấy hiệu suất của thị trường chứng khoán tăng lên do sự suy giảm giá trị của đồng tiền trong nước. Khi đồng tiền trong nước giảm giá trị, nó tạo ra sự cạnh tranh cao hơn cho các sản phẩm trong nước trên thị trường quốc tế và sự cạnh tranh này gia tăng xuất khẩu và dòng tiền, điều này cuối cùng dẫn đến sự tăng giá cổ phiếu. Ngoài ra, một sự tăng về tỷ giá hối đoái cũng gây ra sự gia tăng về đầu tư trong danh mục đầu tư, tác động tích cực đến nền kinh tế trong nước và giá cổ phiếu (Ratanapakorn & Sharma, 2007; Delgado & cộng sự, 2018). Các nghiên cứu gần đây của Chang & Rajput (2018), Bahmani-Oskooee & Saha (2018), Gopinathan & Durai (2019) a transformation that extracts the actual functional relationship between these variables using the alternating conditional expectations algorithm of (J Am Stat Assoc 80:580–598, 1985, Hashmi & Chang (2023), Huỳnh Thái Huy (2018) đều cho rằng tồn tại mối quan hệ bất đối xứng giữa tỷ giá và thị trường chứng khoán, điều này xảy ra bởi vì sự tăng giá và mất giá nội tệ sẽ tác động lên giá chứng khoán khác nhau cả về độ lớn và hướng thay đổi và được giải thích bởi tổng số gia tăng trong giá chứng khoán khi nội tệ giảm giá (theo cách tiếp cận thị trường) có thể không bằng với tổng số suy giảm trong giá chứng khoán do nội tệ tăng giá, do đó, tác động của thay đổi tỷ giá lên giá chứng khoán có thể bất đối xứng.

Bhuiyan & Chowdhury (2020) cho rằng cung tiền là một trong những yếu tố ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán dài hạn ở Hoa Kỳ và Canada (Sharma & cộng sự, 2023; Bin Amin & Rehman, 2022). Theo lý thuyết về số lượng tiền của Fisher (1911), lạm phát có quan hệ thuận với tỷ lệ tăng trưởng cung tiền mở rộng, sự tăng lên của cung tiền mở rộng có thể dẫn tới tăng tỷ lệ lãi suất chiết khấu gây ra hiệu ứng tiêu cực với thị trường tài chính, tuy nhiên những gói kích thích kinh tế có khả năng tạo ra nhiều thu nhập cho các công ty làm tăng dòng tiền và từ đó tác động tích cực đến thị trường chứng khoán. Đồng thời, tăng trưởng kinh tế được xem là chỉ số quan trọng đánh giá sức mạnh và quy mô nền kinh tế của một quốc gia. Và điều này có thể ảnh hưởng đến tâm lý cũng như hiệu suất đầu tư trên thị trường chứng khoán của quốc gia đó. Nếu GDP của một quốc gia thấp, có khả năng là thị trường chứng khoán của quốc gia đó cũng sẽ gặp khó.

Nhìn chung, các nghiên cứu về mối quan hệ giữa các yếu tố vĩ mô tác động đến thị trường chứng khoán đều có các kết quả khác nhau và giới hạn chính của các nghiên cứu trên là các nghiên cứu này đã nghiên cứu mối quan hệ tuyến tính giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô với thị trường chứng khoán bằng cách áp dụng các kỹ thuật kinh tế lượng chuỗi thời gian. Tuy nhiên, Bahmani-Oskooee & Saha (2018) cho rằng mối quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô với thị trường chứng khoán là phi tuyến tính (Alimi & Adediran, 2018; Bahmani-Oskooee & Saha, 2018; Huỳnh Thái Huy, 2018; Kumar & cộng sự, 2021; Phạm Thị Tuyết Trinh & Võ Lê Linh Đan, 2018; Sheikh & cộng sự, 2020). Do đó, nghiên cứu tác động bất đối xứng của các yếu tố vĩ mô đến thị trường chứng khoán trong bối cảnh ở Việt Nam có ý nghĩa thực tiễn.

3. Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu thứ cấp được lấy theo tần suất quy từ Quý 1 năm 2009 đến quý 2 năm 2023. Mẫu quan sát của chỉ số VNIndex được thu thập từ Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, dữ liệu chỉ số VNIndex theo quý

được tính toán bằng cách lấy trung bình chỉ số VNIndex đóng cửa cuối mỗi ngày giao dịch trong Quý. Các biến được sử dụng trong nghiên cứu như tỷ giá hối đoái USD/VN (EXR), lãi suất (IR), Tăng trưởng cung tiền (M2), Tăng trưởng kinh tế (GDP) và chỉ số lạm phát (INF) được thu thập theo trung bình quý từ các nguồn sau: Hệ thống cơ sở dữ liệu các chỉ tiêu tài chính của Quỹ Tiền tệ Quốc tế, ngân hàng thế giới, tổng cục thống kê Việt Nam.

Mô hình nghiên cứu

Với giả thuyết thị trường hiệu quả cho thấy mối quan hệ nhân quả và tương tác động giữa các biến số kinh tế vĩ mô và giá cổ phiếu có ý nghĩa quan trọng trong việc xây dựng chính sách kinh tế vĩ mô của quốc gia. Giả thuyết này đã được kiểm định thông qua các nghiên cứu thực nghiệm của Syed (2021), Chang & cộng sự (2019), Phan Thị Bích Nguyệt & Phạm Dương Phương Thảo (2013), Ratanapakorn & Sharma (2007), Chang & cộng sự (2019), Bhuiyan & Chowdhury (2020), Trần Ngọc Thơ & Hồ Thị Lam (2015), Thân Thị Thu Thủy & Võ Thị Thủy Dương (2015). Và để bổ sung bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng bất cân xứng của các yếu tố vĩ mô đến thị trường chứng khoán, Bahmani-Oskooee & Saha (2018) đã xây dựng mô hình tác động bất cân xứng của các yếu tố vĩ mô đến thị trường chứng khoán dựa trên mô hình tự hồi quy phân phối trễ phi tuyến (NARDL) do Shin & Greenwood-Nimmo phát triển vào năm 2014 và sử dụng phân tích tổng từng phần dương, phần âm cho phép phát hiện các tác động bất đối xứng trong dài hạn và ngắn hạn đến thị trường chứng khoán. Kế thừa nghiên cứu của Bahmani-Oskooee & Saha (2018), tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu như sau:

$$VNindex_t = \beta_0 + \beta_1^+ CPI_t^+ + \beta_1^- CPI_t^- + \beta_2^+ M2_t^+ + \beta_2^- M2_t^- + \beta_3^+ IR_t^+ + \beta_3^- IR_t^- + \beta_4^+ EXR_t^+ + \beta_4^- EXR_t^- + \beta_5^+ GDP_t^+ + \beta_5^- GDP_t^- + \mu_t$$

Trong đó: VNindex là Chỉ số chứng khoán Việt Nam, M2 là mức tăng trưởng cung tiền, GDP là tổng thu nhập quốc dân, EXR là tỷ giá hối đoái, INF là tỷ lệ lạm phát và INT là lãi suất cho vay. Tất cả các biến độc lập được chia thành các dấu phần dương và phần âm trong mô hình NARDL để đánh giá tác động bất đối xứng của sự thay đổi kinh tế vĩ mô đối với thị trường chứng khoán (Bahmani-Oskooee & Saha, 2018; Bin Amin & Rehman, 2022).

4. Kết quả và thảo luận

Liu & cộng sự (2001) cho rằng mô hình NARDL hoạt động tốt hơn để xác định các mối quan hệ đồng liên kết trong các mẫu nhỏ, dữ liệu có thể được áp dụng bất kể các biến hồi quy dừng ở mức sai phân bậc nhất I(0) hay I(1). Tuy nhiên, chúng không thể được áp dụng nếu các biến hồi quy dừng ở mức sai phân bậc I(2). Để kiểm tra độ phù hợp của dữ liệu, nghiên cứu sử dụng kiểm định Im, Pesaran, và Shin (IPS).

Bảng 1: Kết quả kiểm định ADF bằng phương pháp IPS

Biến	Bậc gốc		Bậc 1	
	t-Stat	Prob.	t-Stat	Prob.
Im, Pesaran and Shin W-stat	-5,25763***	0,0000	-13,1730***	0,0000
VNINDEX	-6,1014***	0,0000	-10,047***	0,0000
M2	-0,8715	0,7897	-5,8908***	0,0000
IR	-0,9380	0,7689	-3,6332***	0,0081
INF	-1,6788	0,4360	-4,6309***	0,0004
GDP	-5,8467***	0,0000	-4,9229***	0,0002
EXR	-4,9328***	0,0001	-8,8980***	0,0000

Chú thích: ***, **, * tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

Thông qua kiểm định tính dừng bằng phương pháp IPS (Bảng 1) các biến VNindex, GDP, EXR đều dừng ở bậc gốc và các biến M2, IR, INF không dừng ở bậc gốc. Tuy nhiên, đối với kiểm định ADF ở bậc 1 đều cho kết quả dữ liệu dừng ở bậc nhất và ước lượng hồi quy NARDL là phù hợp và tiếp tục được đưa vào nghiên cứu.

Từ kết quả kiểm định đường Bound (Bảng 2) cho thấy tại mức ý nghĩa 5% có giá trị thống kê F lớn hơn giá trị giới hạn đường bao, do đó kết quả này chấp nhận giả thuyết H1: tồn tại mối quan hệ đồng liên kết giữa các biến trong mô hình nghiên cứu, hay nói cách khác giữa các biến trong mô hình có mối quan hệ dài

hạn. Đồng thời, khi tiến hành kiểm định bất đối xứng (symmetry tests) kết quả cho thấy INF (3,695689***) và M2 (3,866663***) bất đối xứng trong dài hạn.

Bảng 2: Kiểm định đường Bound (Bound test)

Test Statistic		Value					
F-statistic		4,388742					
		10%		5%		1%	
Sample Size		I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
50		2,259	3,264	2,670	3,781	3,593	4,981
55		2,226	3,241	2,617	3,743	3,543	4,839
Asymptotic		2,080	3,000	2,390	3,380	3,060	4,150

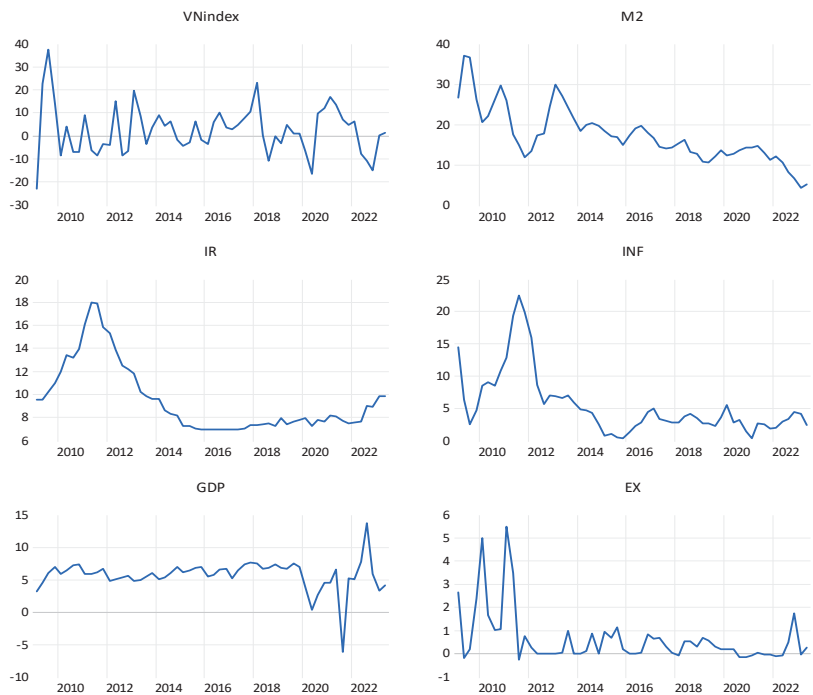
Chú thích: * I(0) và I(1) lần lượt là giới hạn dừng và không dừng.

Bảng 3: Thống kê mô tả các biến trong mô hình

	VNINDEX	M2	IR	INF	GDP	EXR
Giá trị trung bình	2,356265	17,35707	9,488876	5,368619	5,736552	0,627287
Giá trị trung vị	2,043061	16,37050	8,125000	3,710168	6,045000	0,202110
Giá trị lớn nhất	37,33932	37,08700	18,02000	22,53386	13,67000	5,505669
Giá trị nhỏ nhất	-23,13023	4,290000	6,953333	0,295047	-6,170000	-0,254781
Độ lệch chuẩn	10,55889	6,842753	2,961568	4,863374	2,339503	1,141700
Độ lệch	0,513043	0,818412	1,372370	1,904068	-1,887601	2,750770
Độ nhọn	4,120710	3,794398	3,948238	6,306369	14,99739	10,86385
Số quan sát	58	58	58	58	58	58

Bảng 3 tóm tắt thống kê mô tả của các biến được sử dụng trong nghiên cứu, bao gồm: Thị trường chứng khoán Việt Nam (VNindex), tỷ giá hối đoái (EXR), chỉ số giá tiêu dùng (INF), tăng trưởng kinh tế (GDP), Lãi suất (IR) và cung tiền (M2). Trong đó, biến VNINDEX, M2, IR, INF, GDP, EXR đều có phân phối bình thường. Xu hướng của các biến được thể hiện qua Hình 1.

Hình 1: Xu hướng của dữ liệu nghiên cứu

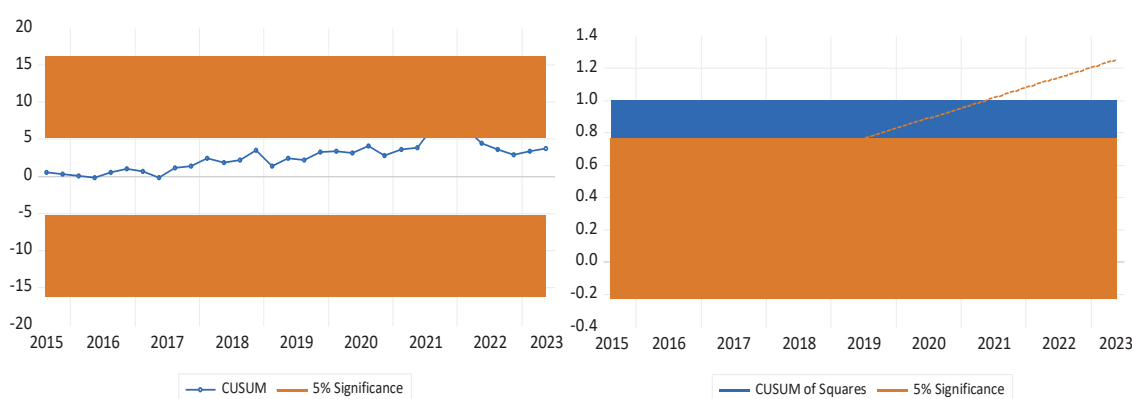


Bảng 4: Tác động của các yếu tố vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam

Biến trong mô hình	Hệ số hồi quy	Sai số	Thống kê t	Ý nghĩa tk
COINTEQ*	-0,742787	0,112368	-6,610307	0,0000
D(IR)	-2,998882	1,699948	1,764102	0,0850
D(IR(-1))	-5,336062	1,966678	2,713237	0,0096
D(GDP)	0,164249	0,349184	0,470380	0,6405
D(M2)	1,063614	0,432589	2,458716	0,0181
D(M2(-1))	0,468774	0,424611	1,104009	0,2759
D(M2(-2))	-1,202672	0,464343	-2,590052	0,0131
D(INF)	-0,500860	0,762000	-0,657296	0,0146
D(INF(-1))	-1,316985	0,793538	-1,659638	0,0044
D(INF(-2))	-1,341149	0,551842	-2,430312	0,0194
@QUARTER=1	3,609855	1,982077	1,821249	0,0757
@QUARTER=2	-0,589663	1,916596	-0,307662	0,7599
@QUARTER=3	-0,830898	1,933165	-0,429812	0,6695
R-squared	0,707380			
Adjusted R-squared	0,623775			
F-statistic	8,460913			
Prob(F-statistic)	0,000000			
Durbin-Watson stat	1,939631			
Ramsey RESET	1,182349			
Breusch-Pagan-Godfrey	0,612798			
Breusch-Godfrey	0,050306			

Chú thích: * Ý nghĩa thống kê p-values không tương thích với phân phối t-Bounds.

Từ kết quả Bảng 4 cho thấy các kiểm định Durbin-Watson, kiểm định dạng hàm (RESET), kiểm định tự tương quan và kiểm định phương sai sai số thay đổi đều cho kết quả xác nhận rằng mô hình không vi phạm các giả thuyết vì vậy nghiên cứu này có thể được sử dụng để ước tính cho mô hình NARDL. Ngoài ra, để kiểm tra sự ổn định cấu trúc trong mô hình NARDL. Hai thử nghiệm được sử dụng, tổng cộng tích lũy và tổng cộng của các thử nghiệm vuông xác định tính toàn vẹn cấu trúc của mô hình NARDL.

Hình 2: Kết quả kiểm định CUSUM và CUSUMSQ

Hình 2 cho thấy kết quả kiểm tra ổn định cấu trúc từ EViews 13. Nếu dòng tổng cộng tích lũy (CUSUM) nằm giữa hai đường quan trọng với giá trị 5% thì kết quả không thể bác bỏ giả thuyết không. Nếu không, giả thuyết null sẽ được chấp nhận. Chúng ta không thể bác bỏ giả thuyết không, ngụ ý rằng mô hình ARDL là ổn định về cấu trúc trong giai đoạn nghiên cứu.

Kết quả tác động của các yếu tố vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam (Bảng 4) với tốc độ tự động điều chỉnh là 74,3% và nó có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Có thể hiểu được rằng một khi có một sự thay đổi nào đó từ các biến vĩ mô hoặc biến động ngắn hạn sẽ khiến thị trường chứng khoán lệch từ trạng thái cân bằng dài hạn, nhưng trong quý tiếp theo thì giá trị của những tác động này có xu hướng trở lại cân bằng với tỷ lệ điều chỉnh là 74,3%. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng trong ngắn hạn lãi suất, lạm phát và cung tiền sẽ

ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán. Lãi suất cho vay tại Việt Nam thường tăng khi xảy ra lạm phát do chính phủ thắt chặt tín dụng nhằm kiểm soát lạm phát. Có thể thấy lãi suất tăng cũng là một tín hiệu cho biết lạm phát đang có chiều hướng gia tăng, điều này sẽ gây khó khăn cho các doanh nghiệp nói riêng và cả nền kinh tế nói chung khi giá cả nguyên vật liệu tăng. Đồng thời, khi lãi suất tăng cao, dòng tiền của các nhà đầu tư thường tìm đến kênh tiết kiệm nhằm phòng ngừa rủi ro do đó làm cho chỉ số giá chứng khoán sụt giảm. Ngược lại, khi cung tiền tăng sẽ là điều kiện tạo ra dư thừa tổng phương tiện thanh toán. Đây cũng chính là điều kiện để dòng tiền chảy vào thị trường chứng khoán, làm tăng chỉ số giá chứng khoán (Phan Thị Bích Nguyệt & Phạm Dương Phương Thảo, 2013).

Bảng 5: Tác động của các yếu tố vĩ mô đến thị trường chứng khoán trong dài hạn

Biến trong mô hình	Hệ số hồi quy	Sai số	Thống kê t	Ý nghĩa tk
VNINDEX(-1)	-1,024566	0,225674	-4,540026	0,0001
GDP(-1)	1,163730	0,642121	-1,812322	0,0793
IR(-1)	-3,805232	2,075254	-1,833622	0,0760
EX	0,912599	1,825504	0,499916	0,6206
M2_POS(-1)	1,300760	0,842568	1,543805	0,0325
M2_NEG(-1)	1,949525	0,693788	2,809970	0,0084
INF_POS(-1)	-3,542730	1,716914	2,063429	0,0473
INF_NEG(-1)	-1,791117	0,994878	1,800338	0,0812
C	61,74374	34,11052	1,810109	0,0797

Kết quả tác động của các yếu tố vĩ mô đến thị trường chứng khoán trong dài hạn (Bảng 5) cho thấy GDP có tác động tích cực đến thị trường chứng khoán, lãi suất tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán. Đồng thời, kết quả nghiên cứu xác nhận tác động bất cân xứng của cung tiền và lạm phát đến thị trường chứng khoán. Cụ thể kết quả cho thấy tác động phân dương của cung tiền M2_POS ảnh hưởng tích cực đến thị trường chứng khoán, có nghĩa là tăng 1% cung tiền sẽ làm VNindex tăng 1,3%. Tuy nhiên, giảm 1% cung tiền cũng làm cho VNindex tăng 1,9%, điều này cho thấy khi áp dụng các chính sách tiền tệ mở rộng để kích thích nền kinh tế sẽ có những tác động tích cực đến thị trường chứng khoán, tuy nhiên khi thực hiện chính sách tiền tệ thu hẹp lại không hiệu quả trong việc thay đổi nhu cầu tổng thể (Bin Amin & Rehman, 2022). Tương tự, tác động phân dương của lạm phát INF_POS và tác động phân âm của lạm phát (INF_NEG) đều có tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán (Chang & Rajput, 2018).

5. Kết luận

Nghiên cứu sử dụng mô hình NARDL nhằm xem xét ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn Quý 1 năm 2009 đến Quý 2 năm 2023. Kết quả nghiên cứu cho thấy trong ngắn hạn thị trường chứng khoán bị ảnh hưởng mạnh bởi lãi suất, lạm phát và cung tiền. Có thể thấy lãi suất là yếu tố ảnh hưởng mạnh nhất đến thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong khi đó, trong dài hạn GDP có tác động tích cực đến thị trường chứng khoán, lãi suất ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường chứng khoán. Đồng thời, kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ bất đối xứng trong dài hạn của cung tiền và lạm phát đến thị trường chứng khoán. Thị trường chứng khoán phản ứng nhanh chóng khi tỷ lệ tăng trưởng cung tiền tăng trong ngắn hạn; nhưng trong dài hạn, tỷ lệ tăng trưởng cung tiền tăng tác động lên thị trường chứng khoán với mức độ lớn nhất. Tương tự vậy, tỷ lệ lạm phát tăng làm ảnh hưởng tiêu cực mạnh đến thị trường chứng khoán nhưng khi tỷ lệ lạm phát giảm thì thị trường chứng khoán cũng giảm, tuy nhiên mức độ ảnh hưởng nhẹ hơn.

Từ kết quả nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm về các nhân tố kinh tế vĩ mô có tác động đến thị trường chứng khoán Việt Nam. Vì vậy chính phủ ban hành và quản lý các chính sách kinh tế vĩ mô thông qua việc thực thi các mục tiêu của chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa cần có sự kết hợp và xem xét đến sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán. Thị trường chứng khoán đóng một vai trò quan trọng trong việc dẫn vốn và cung ứng nguồn vốn cho các chủ thể trong nền kinh tế, từ đó tạo động lực tăng trưởng kinh tế và đạt các mục tiêu kinh tế vĩ mô, do đó trong quá trình nghiên cứu đề xuất và sửa đổi các chính sách kinh tế vĩ mô nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng, cần nghiên cứu hành vi của các chủ thể kinh tế có thể ảnh hưởng đến việc ra các quyết định kinh tế cũng như giá cả thị trường ra sao, đó chính

là việc ứng dụng của tài chính học hành vi trong quản lý bởi vì trên thực tế các nhà đầu tư không phải luôn luôn hành động theo lý trí. Kết quả nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ bất đối xứng giữa các yếu tố vĩ mô và thị trường chứng khoán Việt Nam, điều này đã cung cấp thêm các góc nhìn mới cho các nhà đầu tư, nhằm giải thích các biến động thị trường chứng khoán do các yếu tố vĩ mô gây ra. Từ đó, thiết lập danh mục đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro, nâng cao khả năng dự báo và hiệu quả trong các quyết định đầu tư. Với sự khác nhau trong mức độ tác động của các yếu tố vĩ mô đến thị trường chứng khoán trong cả ngắn hạn và dài hạn, các nhà đầu tư cần có các chiến lược quản trị rủi ro cũng như đa dạng hóa phù hợp, cân đối giữa các mục tiêu đầu tư ngắn hạn và dài hạn.

Tài liệu tham khảo

- Alimi, A. S., & Adediran, I. A. (2018), 'The nexus between stock market prices and external shocks: Evidence from nonlinear ARDL on selected firms in the Nigerian stock market', *Global Journal of Management and Business Research*, 18(B1), 53–59.
- Areli Bermudez Delgado, N., Bermudez Delgado, E., & Saucedo, E. (2018), 'The relationship between oil prices, the stock market and the exchange rate: Evidence from Mexico', 45, 266–275.
- Bahmani-Oskooee, M., & Saha, S. (2018), 'On the relation between exchange rates and stock prices: a non-linear ARDL approach and asymmetry analysis', *Journal of Economics and Finance*, 42(1), 112–137.
- Bhuiyan, E. M., & Chowdhury, M. (2020), 'Macroeconomic variables and stock market indices: Asymmetric dynamics in the US and Canada', *Quarterly Review of Economics and Finance*, 77, 62–74.
- Bin Amin, M. F., & Rehman, M. Z. (2022), 'Asymmetric Linkages of Oil Prices, Money Supply, and TASI on Sectoral Stock Prices in Saudi Arabia: A Non-Linear ARDL Approach', *SAGE Open*, 12(1).
- Celebi, K., & Hönig, M. (2019), 'The impact of macroeconomic factors on the german stock market: Evidence for the crisis, pre-and post-crisis periods', *International Journal of Financial Studies*, 7(2).
- Chang, B. H., & Rajput, S. K. O. (2018), 'Do the changes in macroeconomic variables have a symmetric or asymmetric effect on stock prices? Evidence from Pakistan', *South Asian Journal of Business Studies*, 7(3), 312–331.
- Chang, B. H., Meo, M. S., Syed, Q. R., & Abro, Z. (2019), 'Dynamic analysis of the relationship between stock prices and macroeconomic variables: An empirical study of Pakistan stock exchange', *South Asian Journal of Business Studies*, 8(3), 229–245.
- Chen, N.-F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986), 'Economic forces and the stock market', *Journal of Business*, 59(3), 383–403.
- Fama, E. F. (1970), 'Efficient capital markets: A review of theory and empirical work', *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Fama, E. F. (1981), 'Stock returns, real activity, inflation, and money', *The American Economic Review*, 71(4), 545–565.
- Fisher, I. (1911), *The Purchasing Power of Money*, New York: Macmillan (2nd ed., 1913); reprinted in Fisher (1997), Vol. 4.
- Gopinathan, R., & Durai, S. R. S. (2019), 'Stock market and macroeconomic variables: new evidence from India', *Financial Innovation*, 5(1), 1–17.
- Hashmi, S. M., & Chang, B. H. (2023), 'Asymmetric effect of macroeconomic variables on the emerging stock indices: A quantile ARDL approach', *International Journal of Finance and Economics*, 28(1), 1006–1024.
- Humpe, A., & Macmillan, P. (2009), 'Can macroeconomic variables explain long-term stock market movements? A comparison of the US and Japan', *Applied Financial Economics*, 19(2), 111–119.
- Huỳnh Thái Huy (2018), 'Bằng chứng mới về tác động bất đối xứng của thay đổi tỷ giá hối đoái lên giá chứng khoán tại Việt Nam', *Tạp Chí Nghiên Cứu Kinh Tế và Kinh Doanh Châu Á*, 2(2018), 40–62.
- Kumar, S., Choudhary, S., Singh, G., & Singhal, S. (2021), 'Crude oil, gold, natural gas, exchange rate and indian stock

-
- market: Evidence from the asymmetric nonlinear ARDL model', *Resources Policy*, 73(May), 102194.
- Masuduzzaman, M. (2012), 'Impact of the macroeconomic variables on the stock market returns: The case of Germany and the United Kingdom', *Global Journal of Management and Business Research*, 12(16), 23–34.
- Megaravalli, A. V., & Sampagnaro, G. (2018), 'Macroeconomic indicators and their impact on stock markets in ASIAN 3: A pooled mean group approach', *Cogent Economics & Finance*, 6(1), 1432450.
- Modigliani, F., & Cohn, R. A. (1979), 'Inflation, rational valuation and the market', *Financial Analysts Journal*, 35(2), 24–44.
- Nguyệt, P. T. B., & Thảo, P. D. P. (2013), 'Phân tích tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán Việt Nam', *Phát Triển & Hội Nhập*, 8(18), 34–41.
- Parab, N., & Reddy, Y. V. (2020), 'The dynamics of macroeconomic variables in Indian stock market: a Bai–Perron approach', *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 13(1), 89–113.
- Quỳnh, N. T. N., & Linh, V. T. H. (2020), 'Tác động của một số yếu tố kinh tế vĩ mô đến chỉ số giá chứng khoán tại Việt Nam', *Kinh Tế Và Quản Trị Kinh Doanh*, 14(3), 47–63.
- Ratanapakorn, O., & Sharma, S. C. (2007), 'Dynamic analysis between the US stock returns and the macroeconomic variables', *Applied Financial Economics*, 17(5), 369–377.
- Syed, A. A. (2021), 'Symmetric and Asymmetric Influence of Macroeconomic Variables on Stock Prices Movement: Study of Indian Stock Market', *Emerald Studies in Finance Insurance and Risk Management: New Challenges for Future Sustainability and Wellbeing*, May, 319–339. <https://doi.org/10.1108/978-1-80043-968-920211017>
- Thơ, T. N., & Lam, H. T. (2015), 'Hiệu ứng lan tỏa giữa thị trường chứng khoán và thị trường ngoại hối ở Việt Nam', *Tạp Chí Phát Triển & Hội Nhập*, 21(2013), 34–39.
- Thùy, T. T. T., & Dương, V. T. T. (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*, 24(34), 59–67.
- Trình, P. T. T., & Đan, V. L. L. (2018), 'Tác động bất đối xứng của biến động giá dầu đến thị trường chứng khoán Việt Nam: Tiếp cận mô hình phi tuyến tính ARDL', *Tạp Chí Nghiên Cứu Kinh Tế và Kinh Doanh Châu Á*, 29(9), 36–52.
- Umaid A. Sheikh , Muzaffar Asad , Zahid Ahmed & Umer Mukhtar (2020), 'Asymmetrical relationship between oil prices, gold prices, exchange rate, and stock prices during global financial crisis 2008: Evidence from Pakistan', *Cogent Economics & Finance*, 8(1), 1757802, DOI: 10.1080/23322039.2020.1757802.