
TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN CHỈ SỐ GIÁ CHỨNG KHOÁN: NGHIÊN CỨU TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Thị Như Quỳnh

Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh

Email: quynhntn@hub.edu.vn

Lê Võ Hoài Thương

Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh

Email: levohoaithuong42890@gmail.com

Mã bài: JED-1443

Ngày nhận: 23/10/2023

Ngày nhận bản sửa: 10/02/2024

Ngày duyệt đăng: 28/02/2024

DOI: 10.33301/JED.VI.1443

Tóm tắt:

Bài viết được thực hiện nhằm cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm góp phần làm rõ chiều hướng và mức độ tác động của chính sách tiền tệ đến chỉ số giá chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam bằng cách sử dụng mô hình tự hồi quy (SVAR). Nghiên cứu sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian tần suất tháng từ tháng 01/2010 đến tháng 12/2021. Kết quả nghiên cứu cho thấy cung tiền M2 có phản ứng cùng chiều trong khi lãi suất liên ngân hàng (IR) có tác động ngược chiều với chỉ số giá chứng khoán (VNI). Trong đó, phản ứng của VNI đối với sự thay đổi của cung tiền (M2) mạnh hơn đối với sự thay đổi của lãi suất liên ngân hàng (IR). Từ các kết quả này, bài viết đề xuất một số hàm ý chính sách liên quan nhằm phát triển bền vững thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian tới.

Từ khóa: Chính sách tiền tệ, thị trường chứng khoán, chỉ số giá chứng khoán, cung tiền M2

Mã JEL: C33, O23, E40.

The impact of monetary policy on stock price index: Evidence from Vietnam Stock Exchange

Abstract:

This research is conducted to provide additional scientific evidence to clarify the direction and degree of impact of monetary policy on the stock market index in Vietnam by using the SVAR autoregressive model. The study employs monthly time series data from January 2010 to December 2021. The results show that the stock market index (VNI) reacts in the same direction as the increase in money supply and reacts in the opposite direction to the increase in interbank interest rates. The reaction of VNI to changes in money supply is stronger than to changes in interbank interest rates. Based on the findings, several policy implications are proposed for sustainable development of the stock market.

Keywords: Monetary policy, stock market, VN index, money supply

JEL Codes: C33, O23, E40

1. Giới thiệu

Chính sách tiền tệ (CSTT) đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì ổn định giá, thúc đẩy sản xuất kinh doanh và tạo công ăn việc làm. Theo nghiên cứu của Mishkin & Eakins (2006), chính sách tiền tệ không chỉ ảnh hưởng đến lạm phát và sự ổn định của nền kinh tế mà còn có tác động sâu rộng đến các khía cạnh khác trong hoạt động đầu tư cũng như tiêu dùng. Cơ quan thực hiện chính sách tiền tệ, Ngân hàng trung ương

(NHTW), thường sử dụng các công cụ như điều chỉnh lãi suất và quản lý lượng tiền cung để thực hiện các biện pháp này (Bernanke & Gertler, 1995). Nghiên cứu của Smith & Lee (2016) cũng đã chứng minh chính sách tiền tệ có tác động đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán (TTCK). Thay đổi trong chính sách tiền tệ có thể tạo ra biến đổi trong triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp, dẫn đến sự thay đổi trong quyết định đầu tư và doanh số giao dịch trên thị trường.

Hiện nay nhiều nghiên cứu đã khám phá các yếu tố ảnh hưởng đến chỉ số giá chứng khoán trên các thị trường chứng khoán qua các giai đoạn khác nhau và phương pháp tiếp cận khác nhau. Phương pháp thứ nhất là phân tích hoạt động của thị trường chứng khoán trong khoảng thời gian từ một đến hai năm để đề xuất hàm ý chính sách phù hợp, các nghiên cứu này có thể kể đến như: Sharda (2022), Jingyi Shen & M. Omair Shafiq (2020). Phương pháp tiếp cận thứ hai là nghiên cứu định lượng, đánh giá ảnh hưởng của các biến vĩ mô như lạm phát, tỷ giá, cung tiền, lãi suất và sản lượng công nghiệp đối với giá cổ phiếu và tỷ suất sinh lợi, chẳng hạn như: Lee & Park (2020), Buszko & cộng sự (2021), Trần Thị Hải Lý (2015), Lê Đạt Chí & Trần Hoài Nam (2015), Ben & Laopodis (2010). Tuy nhiên, thông thường các nghiên cứu chủ yếu phân tích tác động của một vài công cụ trong chính sách tiền tệ mà chưa phân tích tác động tổng thể của các công cụ trong chính sách tiền tệ đến thị trường chứng khoán Việt Nam, đồng thời kết quả các nghiên cứu vẫn chưa có sự đồng nhất. Do đó, nghiên cứu này được thực hiện nhằm cung cấp thêm các bằng chứng thực nghiệm về tác động của chính sách tiền tệ đến chỉ số giá chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam bằng cách sử dụng mô hình tự hồi quy SVAR với dữ liệu theo tần suất tháng trong khoảng thời gian từ tháng 01/2010 đến tháng 12/2021. Từ kết quả nghiên cứu, bài viết đề xuất các hàm ý chính sách liên quan nhằm phát triển bền vững thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian tới.

Với mục tiêu này, cấu trúc của nghiên cứu được thực hiện như sau: phần tiếp theo trình bày cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu, phần 3 là mô hình, phương pháp và dữ liệu nghiên cứu, phần 4 là phân tích kết quả nghiên cứu, phần 5 là kết luận và hàm ý chính sách.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Chính sách tiền tệ

Theo Mishkin & Eakins (2006), chính sách tiền tệ là quá trình quản lý cung tiền của Ngân hàng Trung ương nhằm đạt được các mục tiêu như kiềm chế lạm phát, duy trì ổn định tỷ giá hối đoái, đạt được toàn dụng lao động hay tăng trưởng kinh tế. Chính sách tiền tệ cũng có tác động đến lãi suất và các biến khác trong nền kinh tế để xác định giá của chứng khoán. Theo Luật Ngân hàng nhà nước 2010 của Việt Nam, chính sách tiền tệ là các quyết định về tiền tệ ở tầm quốc gia của cơ quan nhà nước có thẩm quyền. Theo Ball (2011), chính sách tiền tệ đóng vai trò quan trọng trong chính sách kinh tế và có tác động đáng kể đến việc làm, thu nhập của người dân dưới sự điều hành của Ngân hàng trung ương. Trong bài viết này, chính sách tiền tệ được hiểu là quá trình do Ngân hàng trung ương thực hiện thông qua việc chi phối và điều tiết khối lượng tiền tệ trong lưu thông, tín dụng và lãi suất, nhằm đạt được các mục tiêu đã đề ra như kiềm chế lạm phát, duy trì ổn định giá trị đồng tiền quốc gia, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và tạo ra công ăn việc làm cho người dân.

2.2. Chỉ số giá cổ phiếu

Chỉ số giá chứng khoán là một thước đo số liệu thống kê biểu thị giá trị trung bình hoặc tổng giá của một nhóm cổ phiếu hay tài sản tài chính khác trên thị trường chứng khoán. Theo Bùi Kim Yến (2013) thì: “Chỉ số giá chứng khoán là giá bình quân cổ phiếu tại một ngày nhất định so với ngày gốc”. Tại Việt Nam, chỉ số giá chứng khoán của Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM là VN-Index, phản ánh sự biến động giá của toàn bộ cổ phiếu niêm yết trên sàn HOSE.

Chỉ số VN-Index được tính theo công thức chỉ số Paascher:

$$VNI = \frac{\sum_{i=1}^n p_{it} \cdot q_{it}}{\sum_{i=1}^n p_{i0} \cdot q_{i0}} \quad (1)$$

Trong đó:

VNI: chỉ số giá VN-Index

p_{it} : Giá cổ phiếu i thời kỳ báo cáo (t)

p_{i0} : Giá cổ phiếu i thời kỳ gốc (0)

q_{it} : Khối lượng cổ phiếu i niêm yết thời kỳ báo cáo (t)

q_{i0} : Khối lượng cổ phiếu i niêm yết thời kỳ gốc (0)

2.3. Tác động của chính sách tiền tệ đến chỉ số giá cổ phiếu

2.3.1. Tác động của cung tiền đến chỉ số giá cổ phiếu

Các lý thuyết về cơ chế ảnh hưởng của cung tiền tới giá cổ phiếu đều mang những góc nhìn khác nhau. Theo lý thuyết số lượng tiền tệ của Brunner (1961), sự thay đổi trong cung tiền có thể tác động đến giá cổ phiếu thông qua việc thay đổi danh mục đầu tư của nhà đầu tư. Khi Ngân hàng trung ương nới lỏng chính sách tiền tệ, nhà đầu tư sẽ chuyển từ tiền mặt sang cổ phiếu để tìm kiếm lợi nhuận cao hơn. Điều này là do việc nới lỏng chính sách tiền tệ thường dẫn đến việc giảm lãi suất, khiến cho việc giữ tiền mặt trở nên kém hấp dẫn hơn so với việc đầu tư vào cổ phiếu.

Theo mô hình chiết khấu cổ tức của Gordon (1962) và Patelis (1997) đề xuất hai cách mà cung tiền có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Thứ nhất, sự thay đổi trong cung tiền có thể ảnh hưởng trực tiếp đến lãi suất yêu cầu của nhà đầu tư. Khi cung tiền tăng, lãi suất thị trường giảm, làm tăng giá cổ phiếu. Thứ hai, cung tiền có thể tác động gián tiếp thông qua việc ảnh hưởng đến lợi nhuận kỳ vọng của công ty. Khi cung tiền tăng, nó thúc đẩy hoạt động kinh doanh và sản xuất, làm tăng lợi nhuận kỳ vọng của công ty, từ đó dẫn đến việc tăng giá cổ phiếu. Lý thuyết thị trường hiệu quả của Fama (1970) cho rằng thị trường đã phản ánh thông tin về cung tiền, nhưng Bernanke & Kuttner (2005) lại cho rằng những thay đổi vượt quá kỳ vọng có thể dự báo giá cổ phiếu. Điều này cho thấy rằng thông tin về cung tiền không chỉ được phản ánh trong giá cổ phiếu hiện tại mà còn có khả năng dự báo giá cổ phiếu trong tương lai.

Với các tác động này, kết quả của nhiều nghiên cứu trước đây đã cho thấy chỉ số giá chứng khoán phản ứng cùng chiều với sự tăng lên của cung tiền, như nghiên cứu của Nguyễn Thị Như Quỳnh & Võ Thị Hương Linh (2019) khi nghiên cứu về tác động của một số yếu tố kinh tế vĩ mô đến chỉ số giá chứng khoán tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy trong ngắn hạn, chỉ số VN-Index chủ yếu chịu tác động bởi chỉ số VN-Index tháng liền trước. Điều này cho thấy khi cung tiền tăng lên, chỉ số giá chứng khoán cũng tăng theo.

2.3.2. Tác động của lãi suất đến chỉ số giá cổ phiếu

Lý thuyết lãi suất của Samuelson (2011) định nghĩa lãi suất là giá cả của vốn vay. Lãi suất có tác động đáng kể đến việc phân bổ nguồn vốn đầu tư trên thị trường. Mô hình chiết khấu cổ tức đã được sử dụng để giải thích tác động của lãi suất đối với giá cổ phiếu. Khi lãi suất giảm, giá trị hiện tại của dòng thu nhập từ đầu tư cổ phiếu tăng lên. Đồng thời, việc nới lỏng chính sách tiền tệ kích thích tiêu dùng và đầu tư, làm tăng lợi nhuận doanh nghiệp và giá cổ phiếu (Đặng Thị Quỳnh Anh, 2018). Lãi suất không chỉ ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của nhà đầu tư mà còn có ảnh hưởng rõ rệt đến giá cổ phiếu. Khi lãi suất giảm, việc đầu tư vào cổ phiếu trở nên hấp dẫn hơn so với việc gửi tiền vào ngân hàng. Nhà đầu tư có thể tận dụng cơ hội tăng trưởng của nền kinh tế và thị trường cổ phiếu khi giá cổ phiếu tăng do nhu cầu mua cổ phiếu tăng.

Nhiều nghiên cứu đã sử dụng lãi suất chiết khấu hoặc lãi suất vốn liên bang (FFR) để đo lường tác động của chính sách tiền tệ đến thị trường chứng khoán. Pearce & Roley (1983) là những người tiên phong trong việc nghiên cứu mối liên hệ này, họ đã chỉ ra rằng lãi suất có ảnh hưởng đáng kể đến giá cổ phiếu. Jensen & Johnson (1995) sau đó đã tiếp tục nghiên cứu về vấn đề này và cũng đã tìm thấy một mối liên hệ tương tự. Bernanke & Kuttner (2005) đã đi sâu hơn vào việc nghiên cứu mối quan hệ này, họ đã chỉ ra rằng không chỉ lãi suất mà cả các yếu tố khác của chính sách tiền tệ cũng có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Raghavan & Dungey (2015) sau đó đã tiếp tục nghiên cứu về vấn đề này và đã tìm thấy những kết quả tương tự. Các nghiên cứu gần đây ở các thị trường mới nổi cũng đã sử dụng lãi suất để đánh giá tác động của chính sách tiền tệ đối với thị trường chứng khoán và nền kinh tế.

Kết quả của nhiều nghiên cứu trước đây đã cho thấy rằng chỉ số giá chứng khoán phản ứng ngược chiều với sự tăng lên của lãi suất liên ngân hàng, chẳng hạn như nghiên cứu của Md. Mahmudul Alam & Gazi Uddin (2017) đã khám phá mối quan hệ giữa lãi suất và giá cổ phiếu trong 15 quốc gia phát triển và đang phát triển. Nghiên cứu này đã xác định rằng lãi suất có mối quan hệ ngược chiều với giá cổ phiếu. Điều này có nghĩa là khi lãi suất tăng lên, giá cổ phiếu thường giảm xuống.

3. Mô hình, phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Phương pháp và mô hình nghiên cứu

Trong các nghiên cứu của Ben Naceur & cộng sự (2007), Ben Naceur & Laopodis (2010), Trần Ngọc Thor & Nguyễn Hữu Tuấn (2015) về mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và thị trường chứng khoán, hầu hết các tác giả đều sử dụng mô hình SVAR. Kế thừa các nghiên cứu trước, trong nghiên cứu này, các tác giả cũng sử dụng mô hình SVAR để kiểm tra tác động của các công cụ trong chính sách tiền tệ đến chỉ số giá chứng khoán tại Việt Nam. Theo đó, mô hình SVAR có các ưu điểm quan trọng như: Phân biệt tác động nguyên nhân - kết quả, xây dựng hàm ảnh hưởng truyền và phân tích phương sai sai số, xử lý vấn đề không ổn định và tính không dừng,...

Trên cơ sở đó, đồng thời dựa trên các nghiên cứu của Trần Ngọc Thor và Nguyễn Hữu Tuấn (2015), Đặng Thị Quỳnh Anh (2018), các tác giả sử dụng mô hình hồi quy có dạng tổng quát như sau:

$$AY_t = \Phi_0 + \sum_{i=1}^p \Phi_i Y_{t-i} + \Psi X_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Trong đó: A là ma trận (n x n) hệ số tác động cùng thời điểm giữa các biến nội sinh; Y_t là vector (n x 1) biến nội sinh; Φ_0 là vector (n x 1) của hệ số chặn; Φ_i (i=1...p) là ma trận (n x n) hệ số tác động của các biến nội sinh có trễ; Y_{t-i} là ma trận (n x n) các biến nội sinh trễ; p là số bậc trễ của mô hình; X_t là vector biến ngoại sinh; Ψ là vector hệ số của các biến ngoại sinh; ε_t là vector (n x 1) các nhiễu trắng.

Do các biến không có phân phối chuẩn nên trước khi chạy mô hình, các tác giả lấy logarit các biến để khắc phục. Phương trình biểu hiện tác động của các biến số đến giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán được viết từ ma trận cấu trúc như sau:

$$VNI_t = \Phi_{70} + \Phi_{71}.FFR_t + \Phi_{72}.OIL_t + \Phi_{73}.IPI_t + \Phi_{74}.CPI_t + \Phi_{75}.M2_t + \Phi_{76}.IR_t + \varepsilon_t$$

Bảng 1: Tổng hợp các biến số được sử dụng trong mô hình

Biến số	Ký hiệu	Nghiên cứu trước	Nguồn	Dấu kỳ vọng với VNI
Chỉ số chứng khoán	VNI	Nguyễn Thị Như Quỳnh & Võ Thị Hương Linh (2019), Đặng Thị Quỳnh Anh (2018)	HOSE	
Lãi suất vốn liên bang của FED	FFR	Thorbecke (1997), Đặng Thị Quỳnh Anh (2018), Lee & Park (2020), Shi, Ahmed & Paramati (2019)	IFS	+
Lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 1 tháng	IR	Thân Thị Thu Thủy & Võ Thị Thùy Dương (2015), Md. Mahmudul Alam & Gazi Uddin (2017), Suhaibu, Simon & Amidu (2017)	NHTW	-
Chỉ số sản xuất công nghiệp	IPI	Raghavan & Dungey (2015)	ARIC	+
Lạm phát	CPI	Nguyễn Thị Như Quỳnh & Võ Thị Hương Linh (2019), Zhongxia Zhang (2021)	ARIC	-
Cung tiền	M2	Nguyễn Thị Như Quỳnh & Võ Thị Hương Linh (2019)	IFS	+
Giá dầu thế giới	OIL	Alqattan & Alhayky (2016), Nguyễn Thị Như Quỳnh & Võ Thị Hương Linh (2019), Đặng Thị Quỳnh Anh (2018).	IFS	+

Nguồn: Thu thập và tổng hợp của tác giả.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập là dữ liệu chuỗi thời gian theo tần suất tháng trong giai đoạn từ tháng 01/2010 đến tháng 12/2021. Cụ thể dữ liệu về chỉ số giá VN-Index được thu thập số liệu từ trang web của HOSE, dữ liệu chỉ số sản lượng công nghiệp (IPI) của Việt Nam và tỷ lệ lạm phát (CPI) được thu thập từ thống kê của Trung tâm Hội nhập khu vực châu Á (ARIC). Số liệu về cung tiền (M2) và lãi suất liên ngân hàng (IR) được thu thập từ website của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Biến ngoại sinh được sử dụng trong mô hình là giá dầu thế giới (OIL) và lãi suất vốn liên bang của FED (FFR) với dữ liệu được thu thập từ thống kê tài chính quốc tế (IFS).

4. Phân tích kết quả nghiên cứu

Bảng 2 thống kê mô tả số quan sát, giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và lớn nhất của các biến trong mẫu nghiên cứu:

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Variable	Obs	Mean	Std. dev	Min	Max
VNI	144	6,502	0,363	5,877	7,294
IR	144	1,371	0,788	-0,843	2,684
CPI	141	1,370	0,891	-1,692	3,136
FFR	144	-1,402	1,218	-3,015	0,885
OIL	144	4,227	0,361	3,046	4,768
M2	144	9,948	7,626	0,250	37,260
IPI	144	8,020	5,774	-10,1	27,935

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Vì dữ liệu được lấy theo tháng nên chịu ảnh hưởng tính mùa vụ cao, vì vậy các biến IPI và M2 sử dụng trong mô hình đã được loại bỏ tính mùa vụ bằng cách sử dụng biến giả lập. Vì các biến không thuộc dạng phân phối chuẩn nên các chuỗi dữ liệu này được lấy logarit để đáp ứng các yêu cầu của mô hình SVAR và phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất.

Chỉ số giá chứng khoán (VNI), với giá trị trung bình là 6,502 và độ lệch chuẩn 0,363 cho thấy sự ổn định tương đối của thị trường chứng khoán. Điều này có thể phản ánh niềm tin của nhà đầu tư và sự phát triển kinh tế ổn định trong thời gian được nghiên cứu. Trong khi đó, lãi suất vốn liên bang của FED (FFR), với giá trị trung bình -1,403 và độ lệch chuẩn 1,218 cho thấy sự biến động lớn. Điều này phản ánh sự thay đổi trong chính sách tiền tệ và cách mà FED đã phản ứng trước các thách thức kinh tế và tài chính trong suốt thời gian. Lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 1 tháng (IR), với giá trị lãi suất trung bình là 1,371 và độ lệch chuẩn 0,788 cũng thể hiện sự biến động. Điều này có thể liên quan đến các yếu tố như nhu cầu vốn và điều kiện tài chính của các ngân hàng trong hệ thống. Chỉ số sản xuất công nghiệp (IPI) cũng cho thấy sự biến động, với giá trị trung bình 8,021 và độ lệch chuẩn 5,774. Sự biến động này có thể phản ánh sự thay đổi trong nhu cầu, công nghệ và các yếu tố khác liên quan đến sản xuất công nghiệp. Trong giai đoạn 2010 đến 2011, lạm phát trung bình là 1,370, cung tiền (M2) có giá trị trung bình 9,948 và giá dầu thế giới (OIL) có giá trị trung bình 4,227.

Bảng 2 cho thấy với 144 quan sát phù hợp để sử dụng hồi quy các chuỗi dữ liệu thời gian. Sau khi được loại bỏ tính mùa vụ và lấy log, các chuỗi dữ liệu hoàn toàn phù hợp để sử dụng trong mô hình nghiên cứu. Nhìn chung, dữ liệu này mô tả một hình ảnh phức tạp của nền kinh tế toàn cầu, trong đó có sự biến động trong các yếu tố như lãi suất, lạm phát, sản xuất công nghiệp, và cung tiền. Các biến động này không chỉ phản ánh sự thay đổi trong điều kiện kinh tế cụ thể mà còn trong cách mà các nhà hoạch định chính sách đã phản ứng trước các thách thức và cơ hội trong suốt thời kỳ này.

Từ kết quả ở Bảng 3, chuỗi IPI, M2 đều dừng ở bậc gốc, chuỗi VNI, IR, CPI, OIL, FFR là không dừng. Trong nghiên cứu này, các chuỗi dữ liệu được sử dụng để ước lượng mô hình SVAR là các chuỗi dừng. Vì khi sử dụng dữ liệu ở bậc gốc (không dừng) để ước lượng các mô hình SVAR, kết quả kiểm định phân phối chuẩn của phần dư, kiểm định tương quan chuỗi đều không thỏa mãn. Do đó, các chuỗi không dừng được lấy sai phân bậc 1 để chuyển thành chuỗi dừng nhằm đảm bảo các kết quả ước lượng là ổn định và đáng tin cậy.

Bảng 4 cho thấy kết quả lựa chọn độ trễ tối ưu theo các tiêu chuẩn thông tin thường được sử dụng là AIC, BSC, HQ, LR, FPE (Lütkepohl, 2005). Theo đó, các tiêu chuẩn FPE, AIC, HQ đều cho kết quả lựa chọn độ trễ là 1. Việc lựa chọn độ trễ tối ưu thường sử dụng tiêu chuẩn AIC và FPE, vì vậy độ trễ tối ưu cho mô hình được lựa chọn là 1.

Dựa trên bài kiểm tra Lagrange-multiplier, tác giả không có bằng chứng đáng tin cậy để khẳng định rằng có tự tương quan tại cả hai độ trễ. Từ Bảng 5, kết quả kiểm định tương quan chuỗi của phần dư cho thấy

không có tồn tại tương quan chuỗi của phần dư trong mô hình. Vì vậy, mô hình SVAR được ước lượng là đáng tin cậy. Sau khi thực hiện thống kê mô tả các biến, kiểm tra tính dừng, sai phân và độ trễ tối ưu cũng như thực hiện các kiểm định, tác giả tiến hành ước lượng mô hình.

Bảng 3: Kết quả kiểm định tính dừng và sai phân các chuỗi dữ liệu mô hình SVAR

Biến số	Chuỗi gốc		Chuỗi sai phân bậc I		Kết quả
	Trị thống kê t (Kiểm định ADF)	Trị thống kê t (Kiểm định PP)	Trị thống kê t (Kiểm định ADF)	Trị thống kê t (Kiểm định PP)	
VNI	1,549	1,091	-9,273	-9,259	I(1)
IR	-1,503	-1,674	-9,589	-9,573	I(1)
IPI	-12,170	-12,174			I(0)
CPI	-0,934	-1,594	-5,548	-5,527	I(1)
M2	-4,535	-4,443			I(0)
OIL	-1,326	-1,559	-8,046	-7,750	I(1)
FFR	-0,889	-1,265	-7,413	-7,305	I(1)

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 4: Xác định độ trễ tối ưu của mô hình SVAR

Lag	LL	LR	f	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	-418,63				0,000	7,467	7,535	7,635
1	-275,284	286,690	49	0,000	0,000*	5,812*	6,357*	7,156*
2	-252,057	46,454	49	0,577	0,000	6,264	7,286	8,784
3	-207,745	88,624	49	0,000	0,000	6,346	7,846	10,042
4	-179,625	56,241	49	0,222	0,000	6,712	8,690	11,585
5	-128,397	102,45	49	0,000	0,000	6,673	9,128	12,722
6	-92,985	70,824	49	0,022	0,000	6,912	9,844	14,136
7	-37,622	110,730	49	0,000	0,000	6,800	10,209	15,201
8	52,023	179,29*	49	0,000	0,000	6,087	9,973	15,664

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 5: Kiểm định mô hình

lag	chi2	df	Prob > chi2
1	58,592	49	0,163
2	46,744	49	0,565

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

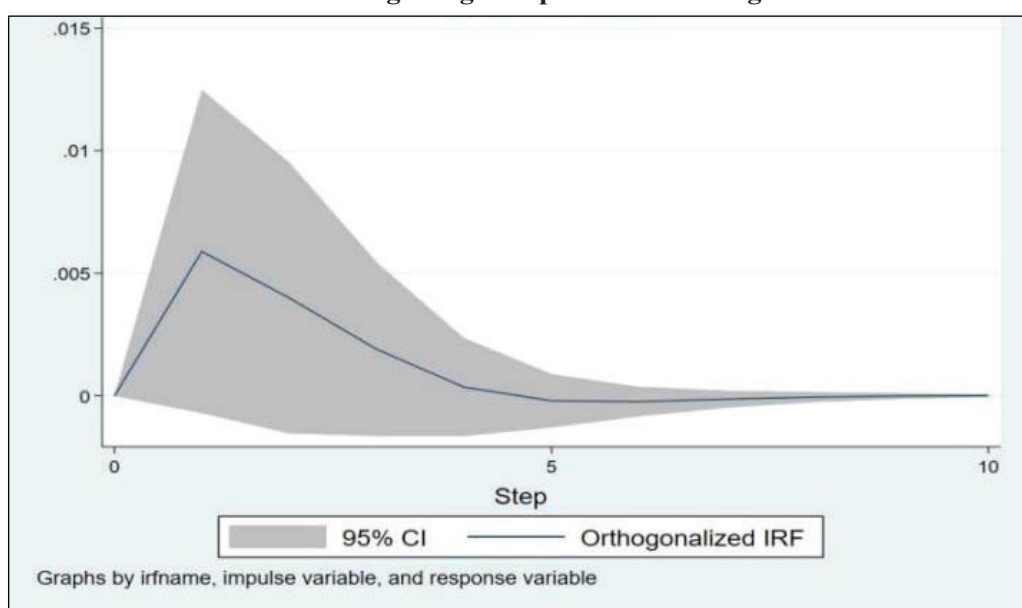
Từ kết quả mô hình SVAR, có thể thấy: (i) Chỉ số VNI trong mô hình này không phản ánh sự phụ thuộc trực tiếp nào với các biến kinh tế khác trong ngắn hạn. Điều này cung cấp bằng chứng cho việc thị trường chứng khoán có thể không phản ánh ngay lập tức các thay đổi trong các chỉ số kinh tế; (ii) các biến lãi suất và lạm phát có mối quan hệ dương trong mô hình, với giá trị 0,782 và một mối quan hệ đối lập với «IR». Điều này đáng chú ý, vì nó cho thấy các biến động về lãi suất có thể liên quan chặt chẽ đến lạm phát trong trường hợp của Việt Nam. Ba là, giá dầu thế giới thể hiện mối quan hệ phức tạp với các biến khác, chẳng hạn như mối quan hệ dương với chỉ số giá công nghiệp. Đồng thời, ma trận phương sai-covariance của các lỗi cung cấp thông tin về độ tin cậy của mô hình.

Để xem xét mối quan hệ giữa các biến trong chính sách tiền tệ và chỉ số giá chứng khoán, nghiên cứu còn tiến hành thực hiện phân tích phản ứng đẩy. Các hình 1, 2, 3, 4 xem xét phản ứng của giá cổ phiếu do sốc cung tiền M2, lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn một tháng, sản lượng chỉ số giá công nghiệp, chỉ số giá CPI.

Bảng 6: Ước lượng mô hình SVAR

Matrix A							
	VNI	IR	CPI	FFR	OIL	IPI	M2
VNI	1	0	0	0	0	0	0
IR	0	1	0	0	0	0	0
CPI	0,782	-0,054	1	0	0	0	0
FFR	0	-0,037	-0,017	1	0	0	0
OIL	-5,8e+07	0	547899,6	-1,7e+07	1	3248280	0
IPI	-282,995	0	0	-80,978	488,268	1	0
M2	21,872	-0,667	0,548	-0,873	-5,345	-0,026	1
Matrix B							
	VNI	IR	CPI	FFR	OIL	IPI	M2
VNI	0,044						
IR	0	0,166					
CPI	0	0	0,238				
FFR	0	0	0	0,216			
OIL	0	0	0	0	14687234		
IPI	0	0	0	0	0	33,660	
M2	0	0	0	0	0	0	3,301

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Hình 1: Phản ứng của giá cổ phiếu do sốc cung tiền M2

Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Stata 17

Kết quả phản ứng đầy cho thấy việc gia tăng cung tiền bắt đầu tác động đến giá cổ phiếu trên thị trường trong thời gian đầu. Tuy nhiên, đà tăng này không tiếp tục được duy trì mà VNI lại bị sụt giảm và dần trở về lại mức cân bằng ban đầu.

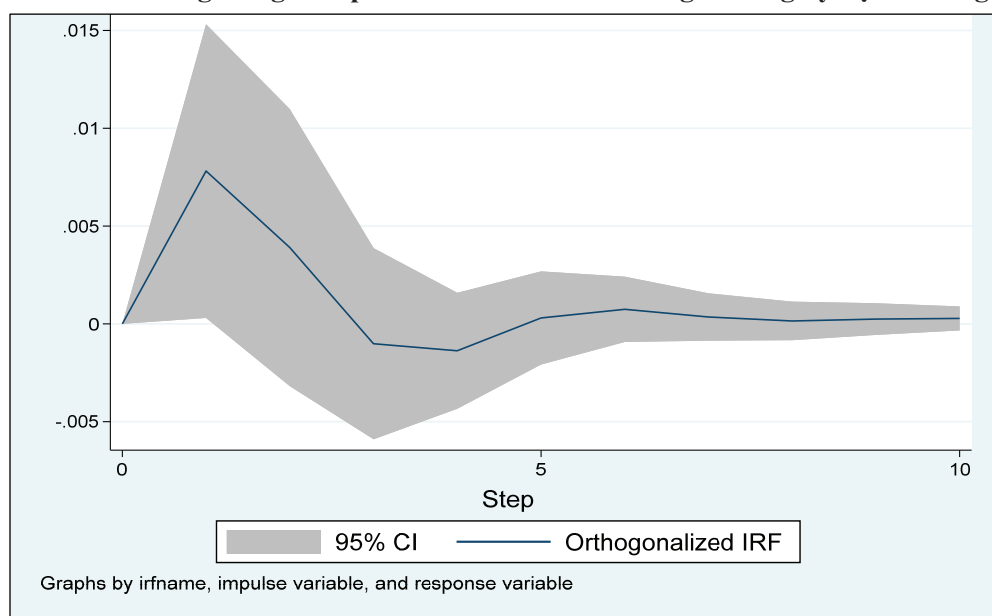
Kết quả này phù hợp với thực tế tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Khi Ngân hàng trung ương bắt đầu mở rộng chính sách tiền tệ thông qua các công bố về tốc độ tăng trưởng cung tiền, tốc độ tăng trưởng tín dụng vào đầu năm sẽ tạo ra sự kỳ vọng về giảm lãi suất, giảm chi phí sử dụng vốn, gia tăng lợi nhuận của các doanh nghiệp. Vì vậy, giá cổ phiếu gia tăng thể hiện kỳ vọng này. Tuy nhiên, sau khi chính sách tiền tệ

bắt đầu phát huy tác động trên thực tế (độ trễ 6–9 tháng) kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp không thực sự như kỳ vọng trước đó nên đã đẩy giá cổ phiếu trở về lại mức cân bằng cũ. Kết quả này cũng giống với nghiên cứu của Nguyễn Thị Như Quỳnh & Võ Thị Hương Linh (2019).

Lãi suất liên ngân hàng bắt đầu ảnh hưởng đến VNI sau một quý với mức tác động không lớn. Khi có cú sốc tăng lên một độ lệch chuẩn của lãi suất liên ngân hàng, VNI tăng nhưng lại giảm ngay sau đó và đạt mức cân bằng mới. Điều này có thể giải thích là do khi lãi suất liên ngân hàng tăng lên, lãi suất thị trường (nhất là lãi suất cho vay của các NHTM) bắt đầu tăng sau đó tạo nên áp lực tăng chi phí sử dụng vốn của các doanh nghiệp, giảm kỳ vọng của các nhà đầu tư về lợi nhuận của doanh nghiệp trong tương lai.

Kết quả này cho thấy sự thay đổi trong tỷ lệ lãi suất liên ngân hàng (IR) có thể ảnh hưởng tích cực đến chỉ số chứng khoán VNI trong bước thời gian đầu tiên, nhưng tác động này không rõ ràng trong các bước thời gian tiếp theo. Điều này có thể hàm ý rằng trong mô hình hiện tại, sự thay đổi trong chính sách lãi suất có ảnh hưởng trực tiếp và nhanh chóng đến thị trường chứng khoán, nhưng tác động này không kéo dài. Kết quả này giống với nghiên cứu của Thân Thị Thu Thủy & Võ Thị Thùy Dương (2015), Md. Mahmudul Alam & Gazi Uddin (2017), Suhaibu & cộng sự (2017).

Hình 2: Phản ứng của giá cổ phiếu do sốc lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 1 tháng IR



Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Stata 17

Hình 3 cho thấy giá cổ phiếu phản ứng mạnh tức thời khi có cú sốc của sản lượng ở thời gian đầu, tuy nhiên dần đạt mức cân bằng mới sau đó. Kết quả này cũng giống với nghiên cứu của Thân Thị Thu Thủy & Võ Thị Thùy Dương (2015), Đặng Thị Quỳnh Anh (2018) cho thị trường Việt Nam và cũng như một số nghiên cứu trên các thị trường phát triển và thị trường mới nổi như Thorbecke (1997) và Raghavan & Dungey (2015).

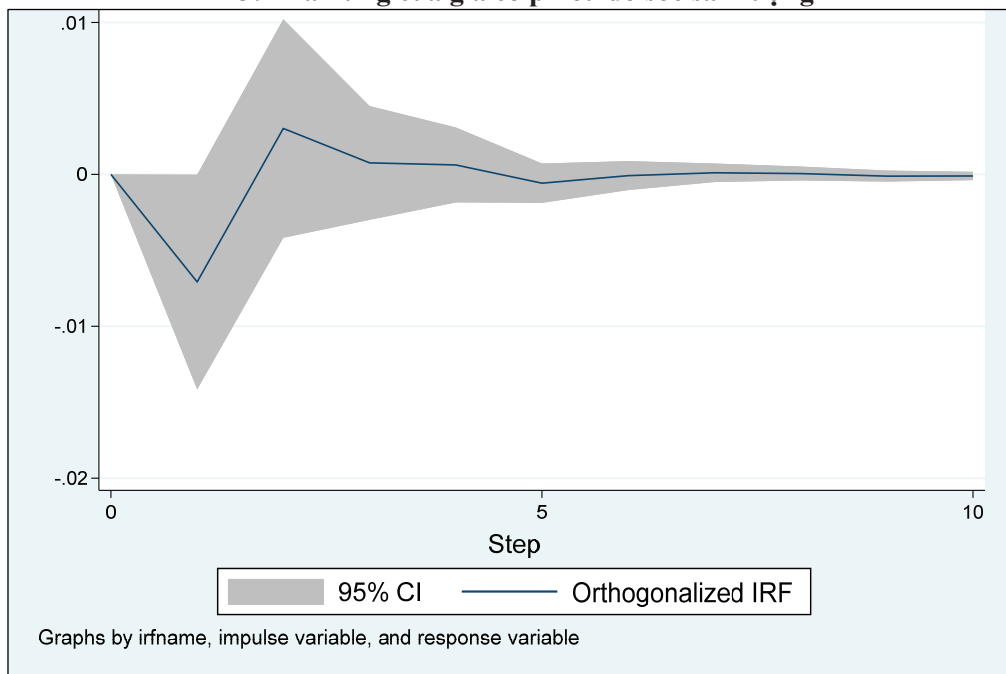
Theo mô hình chiết khấu cổ tức và lý thuyết số lượng tiền tệ của Gordon (1962) và Patelis (1997), sự gia tăng của sản lượng trong nền kinh tế cho thấy hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp tốt hơn, gia tăng lợi nhuận từ đó tác động làm tăng dòng tiền kỳ vọng và tăng giá cổ phiếu.

VNI phản ứng khá mạnh trước cú sốc lạm phát. VNI bắt đầu giảm từ ngay từ tháng đầu tiên khi có cú sốc chỉ số giá tiêu dùng xảy ra và đạt mức cân bằng mới trở lại sau thời gian biến động. Kết quả này cho thấy các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam phản ứng khá mạnh trước cú sốc chỉ số giá tiêu dùng. Lo ngại về sự bùng lên của lạm phát luôn thường trực và ảnh hưởng lớn đến tâm lý nhà đầu tư.

Ngoài ra, tác động gián tiếp của lạm phát đến VNI là do việc tăng giá hàng hóa trong nền kinh tế (nhất là những năm có lạm phát cao như 2011, 2018, 2020) đã làm tăng giá nguyên liệu đầu vào của các doanh

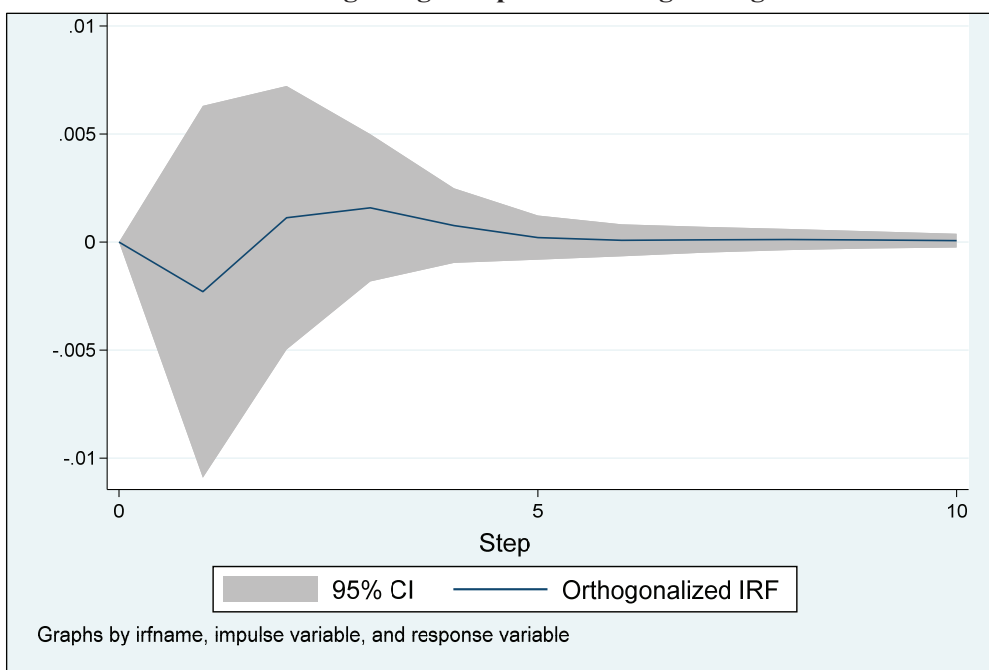
nghiệp (trong đó có các doanh nghiệp niêm yết), gây khó khăn cho hoạt động sản xuất kinh doanh, từ đó làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp. Đây cũng là yếu tố làm giảm giá cổ phiếu trên thị trường. Kết quả trên cũng phù hợp với một số nghiên cứu được thực hiện trên thị trường chứng khoán Việt Nam trước đó như: Thân Thị Thu Thủy & Võ Thị Thùy Dương (2015), Shi & Paramati (2019).

Hình 3: Phản ứng của giá cổ phiếu do sốc sản lượng IPI



Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Stata 17

Hình 4: Phản ứng của giá cổ phiếu do sốc giá hàng hóa CPI



Nguồn: Trích xuất từ phần mềm Stata 17

Từ các kết quả phân tích ở trên cho thấy, chính sách tiền tệ có những tác động ngày càng mạnh đến giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Những thay đổi trong điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng trung ương thông qua thay đổi lãi suất liên ngân hàng có tác động ngược chiều và cung tiền có tác

động cùng chiều đến giá chứng khoán sau độ trễ từ 3–6 tháng. Đặc biệt, VNI khá nhạy cảm đối với sự thay đổi của giá hàng hóa và sản lượng. Khi có sự gia tăng đột ngột từ CPI và IPI, VNI cũng phản ứng ngay lập tức. Từ kết quả này là cơ sở để đưa ra các gợi ý chính sách cho Ngân hàng trung ương trong việc điều hành chính sách tiền tệ.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

5.1. Kết luận

Mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và giá cổ phiếu vẫn là đề tài được các học giả trong nước và trên thế giới quan tâm trong những năm gần đây, và kết quả của các nghiên cứu này vẫn còn nhiều tranh cãi. Do vậy, nghiên cứu được thực hiện nhằm xem xét chiều hướng tác động và mức độ tác động của chính sách tiền tệ đến chỉ số giá chứng khoán trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng bộ dữ liệu tần suất tháng giai đoạn từ tháng 01/2010 đến tháng 12/2021 bằng cách sử dụng mô hình tự hồi quy SVAR. Qua phân tích phản ứng đẩy cho thấy giá cổ phiếu có phản ứng ngược chiều với cú sốc xảy ra đối với lãi suất liên ngân hàng và phản ứng cùng chiều với cú sốc cung tiền. Phân tích phân rã phương sai cho thấy tác động của điều hành chính sách tiền tệ đến giá cổ phiếu ở giai đoạn 2016 – 2021 không mạnh bằng ở giai đoạn trước đó là 2010 – 2015.

5.2. Hàm ý chính sách

Từ kết quả nghiên cứu, tác giả đề xuất một số hàm ý chính sách và các hướng nghiên cứu tiếp theo như sau:

Thay đổi từ việc kiểm soát cung tiền sang kiểm soát lãi suất

Chuyển từ kiểm soát cung tiền sang kiểm soát lãi suất có thể có tác động tích cực đối với chỉ số giá cổ phiếu, đặc biệt là trong giai đoạn đầu, như kết quả nghiên cứu đã chỉ ra. Tuy nhiên, tác động này không rõ ràng trong các giai đoạn sau này. Thực tế, Ngân hàng nhà nước Việt Nam hiện đang tập trung vào kiểm soát cung tiền (M2). Khi tăng cung tiền M2, chỉ số giá cổ phiếu chỉ tăng trong giai đoạn đầu, sau đó sụt giảm và về vị trí ban đầu. Bên cạnh đó, kiểm soát cung tiền có thể dẫn đến các ảnh hưởng không mong muốn của lãi suất.

Hướng đến ổn định giá cả và tài chính trong việc điều hành chính sách tiền tệ

Để đảm bảo ổn định giá cả và tài chính, chính sách tiền tệ có thể sử dụng lãi suất chính sách để kiểm soát biến động của lạm phát và sản lượng. Tuy nhiên, điều này đòi hỏi sự phối hợp giữa các chính sách kinh tế vĩ mô và một khung giám sát tài chính hiệu quả. Ổn định giá cả cần trở thành mục tiêu chính trong dài hạn để tạo điều kiện cho tăng trưởng kinh tế và kiểm soát tình hình thất nghiệp. Các nghiên cứu của Carvalho Filho (2010) cũng đã chỉ ra rằng áp dụng chính sách tiền tệ mục tiêu lạm phát đã đạt được ổn định giá cả trong dài hạn và không gây ảnh hưởng tiêu cực đối với tăng trưởng kinh tế, đặc biệt trong bối cảnh khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Mặc dù nghiên cứu đã thực hiện được mục tiêu nghiên cứu, song vẫn còn tồn tại điểm hạn chế là tần suất dữ liệu. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu với tần suất theo tháng. Trong thực tế, sự biến động hàng ngày của chỉ số chứng khoán VNI là rất lớn, tuy nhiên do hạn chế về các dữ liệu khác liên quan nên trong nghiên cứu này nhóm tác giả chưa thể thực hiện với các dữ liệu có tần suất cao hơn. Do đó, trong các nghiên cứu tiếp theo, nhóm tác giả sẽ tìm hiểu và thu thập thêm các dữ liệu với tần suất cao hơn để có cái nhìn toàn diện hơn về mối quan hệ tác động giữa chính sách tiền tệ và chỉ số giá chứng khoán

Tài liệu tham khảo

- Alqattan, A. A., & Alhayky, A. (2016), 'Impact of oil prices on stock markets: Evidence from Gulf Cooperation Council (GCC) financial markets', *Amity Journal of Finance*, 1(1), 1-8.
- Ball, L. (2011), *Money, banking and financial markets*, Macmillan.

-
- Ben Naceur, S., & Laopodis, N. T. (2010), 'Stock Returns and Inflation: Evidence from Quantile Regressions', *Economics Letters*, 108(2), 137-140.
- Ben Naceur, S., Boughrara, A., & Ghazouani, S. (2007), *On the linkage between monetary policy and MENA stock markets?*, Available at SSRN 1018727.
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995), 'Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission', *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. (2005), 'What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?', *Journal of Finance*, 60(3), 1221-1257.
- Brunner, K. (1961), 'A Schema for the Supply Theory of Money', *International Economic Review*, 2(1), 79-109, <https://doi.org/10.2307/2525590>
- Bùi Kim Yến (2013), *Giáo trình thị trường chứng khoán*, NXB Lao động - Xã hội.
- Buszko, M., Orzeszko, W., & Stawarz, M. (2021), 'COVID-19 pandemic and stability of stock market—A sectoral approach', *Plos one*, 16(5), e0250938.
- Carvalho Filho, I. E. (2010), 'Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment', IMF Working Paper, 1-36.
- Đặng Thị Quỳnh Anh (2018), 'Tác động của chính sách tiền tệ đến thị trường chứng khoán Việt Nam', Luận án tiến sĩ trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh
- Fama, E. F. (1970), 'Efficient capital markets: A review of theory and empirical work', *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Gordon, M. J. (1962), *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*, Irwin.
- Jensen, M. C., & Johnson, H. M. (1995), 'Interest Rates and Stock Prices: Evidence from the United States Treasury Market', *Journal of Finance*, 50(2), 409-437.
- Lee, J. & Park, J. (2020), 'Monetary policy and stock price dynamics with investor heterogeneity: Evidence from Korea', *International Review of Economics & Finance*, 69, 1002-1014.
- Lê Đạt Chí & Trần Hoài Nam (2015), 'Xây dựng chỉ số điều kiện tài chính cho Việt Nam', *Tạp chí phát triển và hội nhập*, 31(21), 18-22.
- Lütkepohl, H. (2005), *New Introduction to Multiple Time Series Analysis*, Springer.
- Md. Mahmudul Alam & Gazi Uddin (2017), 'Relationship between interest rate and stock price: Empirical evidence from developed and developing countries', *International Journal of Financial Research*, 7(1), 26-37.
- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2006), *Financial Markets and Institutions (5th ed.)*, Pearson/Prentice Hall.
- Nguyễn Thị Như Quỳnh & Võ Thị Hương Linh (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 TP. HCM*, 14(3), 47-63.
- Patelis, A. D. (1997), 'Stock Return Predictability and the Implied Cost of Equity', *Journal of Finance*, 52(3), 135-164.
- Pearce, D. K., & Roley, V. V. (1983), 'Stock Prices and Economic News', *Journal of Business*, 56(2), 109-126.
- Raghavan, M. & Dungey, M. (2015), 'Should ASEAN-5 monetary policy-makers act pre-emptively against stock market bubbles?', *Applied Economics*, 47(11), 1086-1105.
- Samuelson, P. A. (2011), *Economics*, McGraw-Hill Education.
- Sharda, S. (2022), 'The short-term impact of analyst recommendations: evidence from the Indian stock market', *Vilakshan-XIMB Journal of Management*, 19(1), 2-19.
- Shen, J., & Shafiq, M. O. (2020), 'Short-term stock market price trend prediction using a comprehensive deep learning system', *Journal of big Data*, 7, 1-33.
- Shi, Y., Ahmed, K. & Paramati, S. R. (2019), 'Determinants of stock market development and price volatility in ASEAN plus three countries: The role of institutional quality', *International Journal of Finance and Economics*, 26(1), 560-572.
- Smith, A., & Lee, M. (2016), 'The impact of monetary policy on investment decisions in the stock market', *Journal of Financial Economics*, 120(3), 546-563.
- Suhaibu, Simon K. Harvey & Mohammed Amidu (2017), 'The impact of monetary policy on stock market performance:

- Evidence from twelve (12) African countries', *Research in International Business and Finance*, 42, 1372-1382.
- Thân Thị Thu Thủy & Võ Thị Thùy Dương (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.
- Thorbecke, W. (1997), 'On stock market returns and monetary policy', *The Journal of Finance*, 52(2), 635-654.
- Trần Ngọc Thơ & Nguyễn Hữu Tuấn (2015), 'Cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ ở Việt Nam tiếp cận theo mô hình SVAR', *Tạp chí Phát triển và hội nhập*, 10(20), 8-16.
- Trần Thị Hải Lý (2015), 'Chính sách tiền tệ và thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí phát triển kinh tế*, 26(6), 2-22.
- Zhongxia Zhang (2021), 'Stock Returns and Inflation Redux: An Explanation from Monetary Policy in Advanced and Emerging Markets', IMF Working Paper, 2021/219, 1-59.

PHỤ LỤC

Kết quả kiểm định nghiệm đa thức nghịch đảo mô hình SVAR

