

TÁC ĐỘNG CỦA LẠM PHÁT LÊN SUẤT SINH LỢI ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU NHẬN ĐỊNH TỪ NGHIÊN CỨU DỮ LIỆU THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

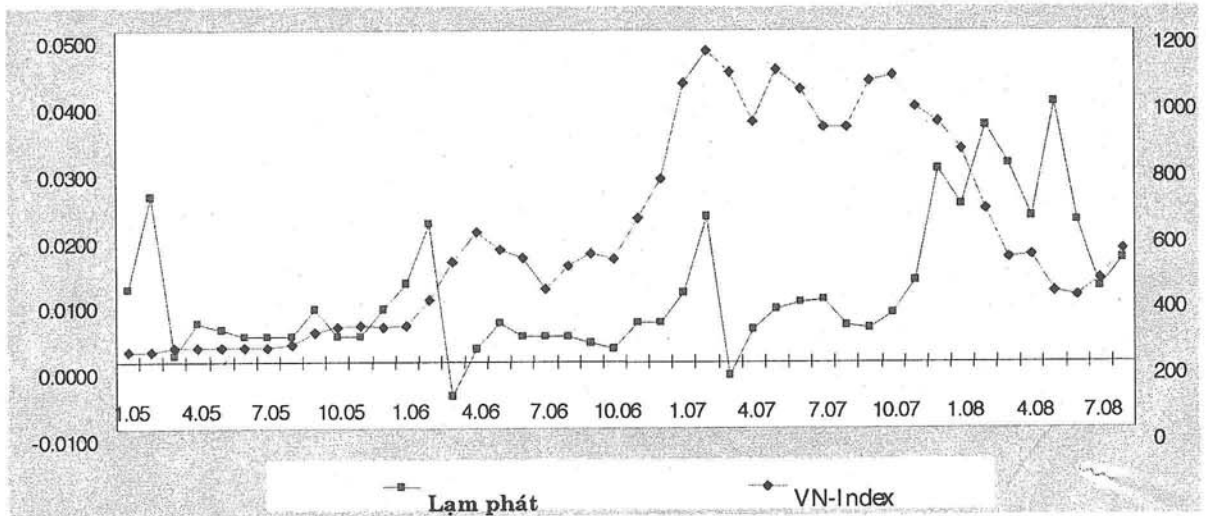
TS. NGUYỄN THU HIỀN & ĐINH THỊ HỒNG LOAN

Nghiên cứu và thực tiễn đã cho thấy vai trò rất lớn của lạm phát đối với nền kinh tế, thông qua tác động của nó lên chi phí các yếu tố đầu vào của hoạt động sản xuất kinh doanh, và lên giá cả của vốn là lãi suất, cũng như lên lợi suất thu được của vốn đầu tư. Với tác động sâu rộng lên mọi mặt của nền kinh tế, lạm phát luôn là trung tâm điểm của các bình luận, nghiên cứu, và là mối quan tâm hàng đầu của các chính sách vĩ mô của Chính phủ. Là một loại hình đầu tư kinh doanh gián tiếp, đầu tư chứng khoán liệu có thoát được khỏi tác động của lạm phát? Nghiên cứu tác động của lạm phát lên thị trường chứng khoán VN thông qua kiểm tra dữ liệu thị trường chứng khoán được thực hiện nhằm tìm lời giải đáp cho câu hỏi này

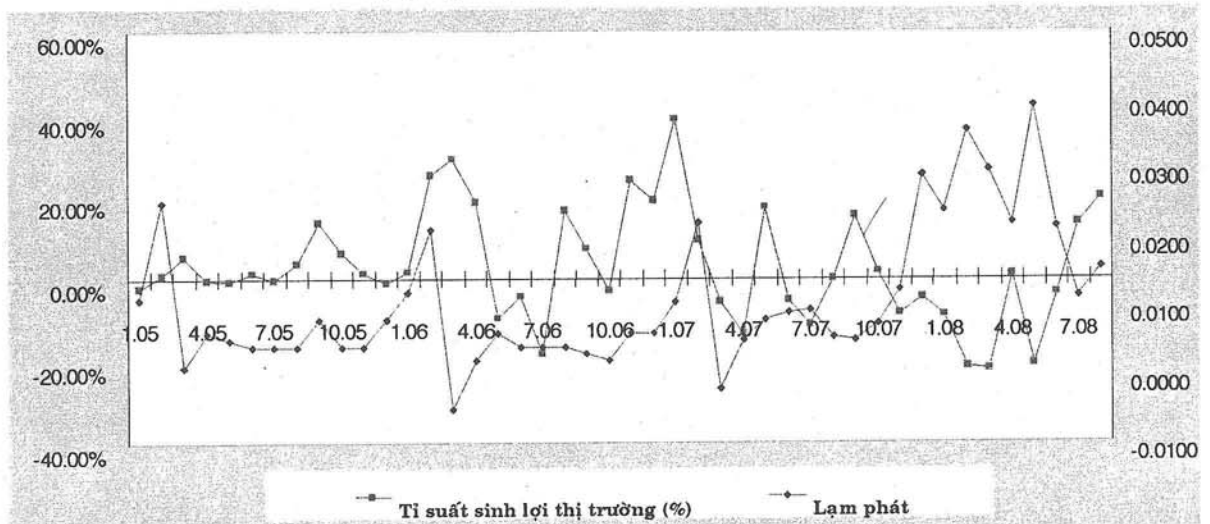
Tác động có thể có của lạm phát lên suất sinh lợi đầu tư chứng khoán là một câu hỏi lớn được đặt ra và kiểm chứng tại nhiều quốc gia trên thế giới, dựa trên lý luận cơ bản của nhà kinh tế học Irving Fisher (1930) là lạm phát là một yếu tố cấu thành và trực tiếp tác động lên lãi suất thị trường. Mặc dù các nghiên cứu này đã không ngừng tìm ra những bằng chứng về sự tác động trực tiếp của lạm phát lên suất sinh lợi đầu tư chứng khoán tại thị trường chứng khoán các nước, nhưng tại VN vẫn chưa có một nghiên cứu nào thực sự tìm hiểu vấn đề này.

Quá trình phát triển của thị trường chứng khoán được đánh dấu bằng giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ từ đầu năm 2006, đưa VN-Index từ mức trên dưới 300 điểm lên đỉnh 1.170,76 điểm, và sau đó là sụt giảm liên tục và nghiêm trọng từ quý hai năm 2007 đến nay. So sánh với sự biến động của tỉ lệ lạm phát trong giai đoạn này, Hình 1 và 2 cho thấy một mối quan hệ giữa VN-Index cũng như lợi suất chứng khoán với tỉ lệ lạm phát từ tháng 1/2005 đến tháng 8/2008. Một cách trực quan, hai hình này cho thấy quan hệ trên là quan hệ nghịch biến, đặc biệt thể hiện rõ rệt từ giai đoạn giữa năm 2006.

Nghiên cứu Mối quan hệ giữa tỉ lệ lạm phát và suất sinh lợi đầu tư cổ phiếu trên thị trường chứng khoán VN đã được thực hiện nhằm tìm hiểu vai trò của lạm phát đối với lợi suất của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán VN trong giai đoạn từ tháng 1/2005 đến tháng 8/2008.



Hình 1: Tỷ lệ lạm phát và Chỉ số VN-Index giai đoạn 2005 - 2008



Hình 2: Tỷ lệ lạm phát và Tỷ suất sinh lợi thị trường giai đoạn 2005 - 2008

1. Các lý luận về vai trò của lạm phát đối với lợi suất đầu tư chứng khoán

1.1 Lý thuyết Fisher

Năm 1930, nhà kinh tế học Irving Fisher đã đề nghị một định đề về quan hệ giữa lãi suất danh nghĩa và tỷ lệ lạm phát. Theo ông, để đảm bảo khả năng sinh lợi thực của vốn đầu tư thì lãi suất danh nghĩa phải đảm bảo bù đắp sự mất giá hay suy giảm sức mua của tiền tệ. Cụ thể định đề này thể hiện trong công thức sau.

$$(1+R)=(1+r)(1+I) \quad (1)$$

Trong đó R và r lần lượt là lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực của cơ hội đầu tư, còn I là tỷ lệ lạm phát kỳ vọng thể hiện sự suy giảm sức mua của tiền.

Chẳng hạn nếu lạm phát được kỳ vọng sẽ là 10% trong năm tới, thì để đảm bảo suất sinh lợi thực của cơ hội đầu tư đạt 5% thì lãi suất danh nghĩa của cơ hội đầu tư phải là

$$R=(1+r)(1+I)-1=(1+5\%)(1+10\%)-1=15,5\%.$$

Nếu được như vậy thì một nhà đầu tư nếu đầu tư 100 triệu đồng và hưởng mức lãi suất danh nghĩa 15,5% thì vào cuối năm đầu tư đầu tiên ông sẽ nhận được 115,5 triệu đồng. Tuy nhiên với số tiền này ông chỉ mua được $1/(1+10\%)$ lượng hàng hóa ông đã có thể mua trước đó một năm vì tiền tệ đã giảm giá trị so với một năm trước đó tương xứng với tỷ lệ lạm phát 10% (giá hàng hóa tăng 1,1 lần so với mức của một năm trước). Vì vậy với số tiền thực lĩnh từ cơ hội đầu tư là 115,5 triệu đồng, ông thực sự sung túc hơn một mức là

115,5/(1+10%), tức 105 triệu đồng. Như vậy, với số tiền đầu tư 100 triệu đồng, sau một năm ông thực sự gia tăng giá trị tài sản của mình lên mức 105 triệu đồng (đã điều chỉnh cho sức mua của tiền tệ). Điều này cũng đồng nghĩa là ông được hưởng một suất sinh lợi thực là 5% (= (105trđ - 100trđ)/100trđ).

Fisher cũng đề nghị một công thức rút gọn gần đúng cho mối quan hệ trên, khi mà lãi suất thực và lạm phát đều là các con số phần trăm nhỏ như sau:

$$R \cong r + I \quad (2)$$

Như vậy, có thể hiểu lý thuyết Fisher trong bối cảnh thị trường chứng khoán như sau: Nếu công thức 1.2 xảy ra thì bất cứ một sự thay đổi nào của tỉ lệ lạm phát, nhà đầu tư chứng khoán cũng đều được đền đáp một cách tương xứng bởi một suất sinh lợi danh nghĩa từ chứng khoán đủ lớn để bao gồm cả tỉ lệ lạm phát và suất sinh lợi thực mà nhà đầu tư yêu cầu. Khi ấy, ta nói chứng khoán là một lá chắn lạm phát an toàn. Để kiểm chứng điều này, các nghiên cứu thường sử dụng mô hình hồi qui suất sinh lợi chứng khoán với tỉ lệ lạm phát như sau:

$$R_t = \alpha + \beta \cdot E(\pi_t | \theta_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (3)$$

Trong công thức trên, hệ số α có thể đại diện cho suất sinh lợi thực, là lạm phát kỳ vọng, được xây dựng dựa vào các thông tin trong quá khứ θ_{t-1} , và hệ số β là hệ số đo sự tác động của lạm phát kỳ vọng lên suất sinh lợi danh nghĩa. Nếu lý thuyết Fisher được ủng hộ, thì kết quả hồi qui (3) sẽ có một giá trị α và β dương và có giá trị về mặt thống kê. Còn nếu β không có giá trị về mặt thống kê thì có nghĩa là biến động của lạm phát không tác động lên suất sinh lợi cổ phiếu, hay nói cách khác, đầu tư vào cổ phiếu không đảm bảo sẽ nhận được suất sinh lợi bù đắp được biến động trong lạm phát.

1.2 Các tranh luận khác về vai trò của lạm phát đối với chứng khoán

Các nghiên cứu kiểm chứng lý thuyết Fisher đã liên tục được thực hiện từ khi lý thuyết này ra đời. Mặc dù sức thuyết phục của lý thuyết Fisher rất cao nhưng các nghiên cứu số liệu thực tế về loại hình đầu tư cổ phiếu công ty lại không ủng hộ lý thuyết này một cách mạnh mẽ và thống nhất. Cụ thể, nghiên cứu của Fama và Schwert (1977) thực hiện trên thị trường chứng khoán Mỹ cho giai đoạn từ năm 1953 đến 1971 cho thấy

trong khi trái phiếu và tín phiếu chính phủ là lá chắn lạm phát an toàn, thì cổ phiếu phổ thông lại không phải; và hệ số beta của phương trình hồi qui (3) nhận giá trị âm khi được kiểm chứng với suất sinh lợi cổ phiếu phổ thông. Nghiên cứu của Gulekin năm 1983 kiểm tra mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi cổ phiếu với tỉ lệ lạm phát ở 26 quốc gia trên thế giới (ngoại trừ Mỹ và Anh) cho giai đoạn từ 1947 đến 1979. Kết quả của nghiên cứu này cho thấy hệ số beta của phương trình hồi qui (3) không thống nhất trong từng giai đoạn nhỏ, cũng như khác nhau giữa các quốc gia; nhưng trong đa phần các trường hợp thì hệ số này nhận giá trị âm.

Giải thích cho các kết quả trên có hai trường phái. Trường phái thứ nhất là giả thuyết hoạt động kinh tế thực (real activity hypothesis), cho rằng hoạt động kinh tế thực có ảnh hưởng tác động lên tỉ lệ lạm phát. Trường phái thứ hai, giả thuyết cung tiền (monetary supply), cho rằng chính lạm phát và các chính sách kiểm soát lạm phát của chính phủ đã tác động lên suất sinh lợi của các cơ hội đầu tư, trong đó có đầu tư chứng khoán.

Giả thuyết hoạt động kinh tế thực

Tiên phong cho giả thuyết này là Fama trong nghiên cứu của ông năm 1981, và nghiên cứu của ông cùng Gibbons năm 1982, trong đó cho rằng khi các hoạt động kinh tế thực diễn ra thuận lợi và sôi nổi, đem lại suất sinh lợi cao cho vốn đầu tư, đồng thời tạo ra khối hàng hóa và dịch vụ lớn cho nền kinh tế, thì sẽ làm cung hàng hóa dịch vụ tăng cao hơn tương đối so với cung tiền. Hay nói cách khác, hoạt động trong nền kinh tế thực tăng trưởng sẽ làm giảm lạm phát. Chính vì thế tỉ lệ lạm phát và suất sinh lợi đầu tư (cổ phiếu) có quan hệ nghịch biến (âm). Ủng hộ giả thuyết này cho tình huống ngược lại, Geske và Roll (1983) cho rằng khi hoạt động trong nền kinh tế thực suy giảm, hay kinh tế rơi vào suy thoái thì các chính phủ thường kích thích tăng trưởng bằng các chính sách nới lỏng tiền tệ như tăng tín dụng và tăng cung tiền, và hệ quả là làm tăng lạm phát.

Giả thuyết cung tiền

Các cơ hội đầu tư trong nền kinh tế cạnh tranh với nhau về nguồn lực vốn, nổi bật là sự cạnh tranh vốn giữa các thị trường, bao gồm thị trường tiền gửi, thị trường chứng khoán, thị trường bất động sản, thị trường kim loại quý và thị trường ngoại tệ. Khác biệt cơ bản của thị trường tiền gửi

và các thị trường đầu tư khác là mức độ rủi ro trong đầu tư của thị trường này thấp. Chính vì vậy lãi suất tiền gửi là thước đo khả năng sinh lợi cơ bản của các cơ hội đầu tư phi tiền gửi. Vốn sẽ chạy từ cơ hội đầu tư sinh lợi thấp sang cơ hội đầu tư sinh lợi cao. Vì vậy, một sự thay đổi lượng cung vốn trên thị trường tiền gửi do lãi suất sẽ trực tiếp ảnh hưởng lên cung vốn trên thị trường đầu tư phi tiền gửi nói chung, và thị trường chứng khoán nói riêng (bao gồm trái phiếu, cổ phiếu), vì thế ảnh hưởng lên cầu chứng khoán trên thị trường chứng khoán.

Cụ thể, một sự tăng cung tiền gửi thường đi kèm với một sự giảm cầu chứng khoán. Do vậy cung và cầu trên thị trường chứng khoán là bức tranh phản chiếu hình ảnh ngược (mirror image) của cầu và cung trên thị trường tiền gửi. Nếu lãi suất ngân hàng tăng lên, trong khi tỉ suất lợi nhuận của các công ty phát hành chứng khoán không tăng lên kịp, sẽ thu hút nhà đầu tư gửi tiền tại ngân hàng, và sẽ làm tăng cung vốn trên thị trường tiền gửi, từ đó hút vốn ra khỏi thị trường chứng khoán, do vậy làm giá chứng khoán cũng như suất sinh lợi đầu tư cổ phiếu giảm sút. Một trong các nguyên nhân chủ yếu làm tăng cung tiền gửi và giảm cung vốn trên thị trường chứng khoán là các chính sách thắt chặt tiền tệ đột ngột như tăng lãi suất và tăng dự trữ bắt buộc, cũng như chính sách cắt giảm chi tiêu và đầu tư công [1] của chính phủ, do vậy, có thể gây nên những cú sốc làm giảm cung vốn cho thị trường chứng khoán, từ đó làm giảm giá cổ phiếu và đem lại một suất sinh lợi âm cho đầu tư chứng khoán. Những nghiên cứu gần đây đã khẳng định điều này, như nghiên cứu của Goodfriend (2003) và nghiên cứu của nhóm tác giả Bordo, Ducker, và Wheelock (2008) kiểm tra tác động của chính sách tiền tệ của chính phủ đối với thị trường chứng khoán. Cụ thể, các nghiên cứu này đã quan sát được hiện tượng các cú sốc giảm phát tại Mỹ đã đi cùng giai đoạn hưng thịnh của thị trường chứng khoán giai đoạn 1994-2000; cũng như thời kỳ lạm phát đã đánh dấu cho giai đoạn suy sụp của thị trường chứng khoán giai đoạn 1973-1974.

2. Kiểm chứng tác động của lạm phát lên thị trường chứng khoán VN giai đoạn 2005-2008

Trước những lý luận khác nhau về tác động của lạm phát đối với thị trường chứng khoán, chúng tôi đã thực hiện nghiên cứu về tác động này tại thị trường chứng khoán VN, nhằm tìm ra lời giải

cho sự biến động thăng trầm của một thị trường chứng khoán còn non trẻ. Nghiên cứu được thực hiện cho thị trường chứng khoán TP.HCM (HOSE) cho giai đoạn từ tháng 1/2005 đến tháng 8/2008.

2.1 Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

Tác động của lạm phát lên suất sinh lợi cổ phiếu được kiểm chứng thông qua ba mô hình hồi qui khác nhau. Mô hình thứ nhất trực tiếp hồi qui suất sinh lợi cổ phiếu lên tỉ lệ lạm phát; mô hình thứ hai kiểm chứng tác động của lạm phát theo mô hình định giá tài sản vốn CAPM (Capital Asset Pricing Model do Sharpe và Litner xây dựng); mô hình thứ ba kiểm chứng tác động của lạm phát theo mô hình ba nhân tố (Three-factor model do Fama và French đề nghị năm 1993).

Trong đó, suất sinh lợi cổ phiếu hàng tháng, được tính dựa vào công thức sau:

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Với P_t , P_{t-1} lần lượt là giá cổ phiếu vào cuối tháng t và tháng $t-1$.

Tương tự, suất sinh lợi hàng tháng của toàn thị trường HOSE, R_{mt} , được tính theo công thức sau với VN-Index được sử dụng như đại diện giá cổ phiếu của toàn thị trường HOSE:

$$R_{mt} = \frac{(VNIndex_t - VNIndex_{t-1})}{VNIndex_{t-1}}$$

Thông tin về giá cổ phiếu và chỉ số VNIndex được thu thập từ kết quả giao dịch công bố bởi Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

Các phương trình hồi qui chuỗi thời gian được thực hiện với các quan sát theo tháng cho danh mục toàn thị trường, danh mục các công ty nhóm theo ngành nghề, và sáu danh mục cổ phiếu phân nhóm theo hai tiêu chí, giá trị thị trường vốn cổ đông ME, và tỉ số giá trị bút toán trên giá trị thị trường BE/ME (thể hiện mức tăng trưởng). Các giá trị này được thu thập từ báo cáo tài chính của các công ty niêm yết cũng như từ thông tin giao dịch giá cổ phiếu.

2.2 Mô hình hồi qui lạm phát và suất sinh lợi thị trường

Để kiểm tra tác động trực tiếp của lạm phát lên suất sinh lợi thị trường, chúng tôi kiểm chứng phương trình (3) sử dụng tỉ lệ lạm phát thực tế và suất sinh lợi cổ phiếu thực tế. Bên cạnh việc kiểm tra tác động của lạm phát lên suất sinh lợi toàn thị trường, chúng tôi còn xem xét cụ thể tác động này đối với từng ngành sản xuất kinh doanh sử

dụng tiêu chí phân ngành ICB (Industry Classification Benchmark) được xây dựng dựa trên mức độ đóng góp doanh thu từ các lĩnh vực hoạt động của doanh nghiệp, do công ty chứng khoán VNDirect cung cấp. Kết quả được tóm tắt trong Bảng 1. Kết quả cho thấy lạm phát giải thích được 11,7% sự dao động suất sinh lợi toàn thị trường, và tỉ lệ lạm phát mang một hệ số âm đáng kể về mặt thống kê (ở mức độ tin cậy 95%). Cụ thể, trong phương trình hồi qui với tỉ suất sinh lợi toàn thị trường, tỉ lệ lạm phát có hệ số -5,04 (có mức độ tin cậy 90%). Điều này cho thấy một sự gia tăng tỉ lệ lạm phát sẽ dẫn đến một sự sụt giảm suất sinh lợi của cổ phiếu. Bằng chứng cho điều này có thể được thấy rõ thông qua Hình 3 với sự đánh dấu các sự kiện về thay đổi tỉ lệ lạm phát, giá một số mặt hàng chủ chốt của nền kinh tế cũng như thay đổi của lãi suất ngân hàng trực tiếp trên biểu đồ giá chứng khoán của thị trường HOSE cũng như thị trường chứng khoán Hà Nội.

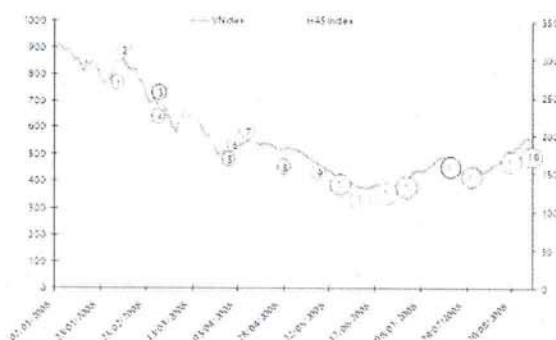
Bảng 1: Tác động trực tiếp của lạm phát lên suất sinh lợi của cổ phiếu

Rit = alpha + beta.lt + eit				
	Tỷ suất sinh lợi trung bình (%)	alpha	beta	R2 hiệu chỉnh
Tỷ suất sinh lợi thị trường	2,74%	0,08117 *** {0,00654}	-5,04453 ** {0,01311}	0,11726
Ngành du lịch & giải trí	7,50%	0,17428 *** {0,00605}	-9,31732 ** {0,02964}	0,08646
Các ngành công nghiệp	1,82%	0,10262 *** {0,00908}	-7,91930 *** {0,00369}	0,16432
Ngành công nghiệp kỹ thuật	2,20%	0,10073 ** {0,01074}	-7,38821 *** {0,00670}	0,14235
Ngành hàng hoá cá nhân	-0,40%	0,06014 * {0,06962}	-6,01450 *** {0,00965}	0,12878
Ngành giao thông công nghiệp	2,11%	0,08512 *** {0,00903}	-6,00261 *** {0,00745}	0,13842
Ngành xây dựng và vật liệu	1,44%	0,07786 ** {0,01736}	-5,95379 *** {0,00856}	0,13325
Ngành sản xuất giấy & trồng rừng	0,41%	0,06702 * {0,06733}	-5,90230 ** {0,02046}	0,10048
Ngành sản xuất thực phẩm	1,47%	0,07536 *** {0,00561}	-5,69047 *** {0,00254}	0,17801
Ngành dụng cụ, dịch vụ & phân phối dầu	3,06%	0,08960 ** {0,02976}	-5,53543 ** {0,04930}	0,06723
Ngành bán lẻ	1,55%	0,06915 * {0,09115}	-4,80652 * {0,07585}	0,06121
Ngành điện thoại cố định	-0,33%	0,04612 {0,25236}	-4,63420 * {0,09682}	0,04199
Ngành dụng cụ điện và điện tử	1,61%	0,06369 * {0,05366}	-4,46305 ** {0,04910}	0,06737
Ngành đồ uống	1,02%	0,05281 {0,12806}	-3,99619 * {0,09446}	0,04290
Ngành dịch vụ hỗ trợ	1,29%	0,05087 {0,12909}	-3,56357 {0,12168}	0,03361

Ghi chú:
Rit: tỷ suất sinh lợi của danh mục
lt: tỷ lệ lạm phát
p-value: { }
*, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa ở mức 10%, 5%, 1%

Nguồn: Báo cáo TTCK 6 tháng đầu năm 2008 của Cty Chứng khoán Rồng Việt (VDSC)

Hình 3 – Đồ thị VNIndex và HASIndexx và một số sự kiện nổi bật trong năm



- Ngày 29.1.2008: công bố CPI tháng 1 tăng 2,38%
- Ngày 01.2.2008: lãi suất cơ bản là 8,75%, lãi suất tại cấp vốn là 7,5% và lãi suất chiết khấu là 6,0%
- Ngày 25.2.2008: xăng tăng từ 13.000 đ/lit lên 14.500 đ/lit
- Ngày 28.2.2008: công bố CPI tháng 2 tăng 3,56%
- Ngày 26.3.2008: công bố CPI tháng 3 tăng 2,99%
- Ngày 27.3.2008: biến động của TP.HCM từ -1,5% xuống -1,1%; Hà Nội từ -1,10% xuống -1,2%
- Ngày 7.4.2008: biến động của TP.HCM từ -1,1% lên -1,2%; Hà Nội từ -1,2% lên -1,3%
- Ngày 25.4.2008: công bố CPI tháng 4 tăng 2,2%
- Ngày 15.5.2008: lãi suất cơ bản là 12%, lãi suất tại cấp vốn là 13% và lãi suất chiết khấu là 11%
- Ngày 26.5.2008: công bố CPI tháng 5 tăng 3,91%
- Ngày 11.6.2008: lãi suất cơ bản là 14%, lãi suất tại cấp vốn là 15% và lãi suất chiết khấu là 13%
- Ngày 19.6.2008: biến động của TP.HCM từ -1,2% lên -1,3%; Hà Nội từ -1,3% lên -1,4%
- Ngày 26.6.2008: công bố CPI tháng 6 tăng 2,14%
- Ngày 21.7.2008: xăng tăng từ 14.500 đ/lit lên 19.000 đ/lit
- Ngày 24.7.2008: công bố CPI tháng 7 tăng 1,13%
- Ngày 14.8.2008: xăng giảm từ 19.000 đ/lit xuống 18.000 đ/lit
- Ngày 18.8.2008: biến động của TP.HCM từ -1,3% lên -1,5%; Hà Nội từ -1,4% lên -1,7%
- Ngày 24.8.2008: công bố CPI tháng 8 tăng 1,56%
- Ngày 27.8.2008: xăng giảm từ 18.000 đ/lit xuống 17.000 đ/lit

Nguồn: Báo cáo TTCK 6 tháng đầu năm 2008 của Cty Chứng khoán Rồng Việt (VDSC)

Trong Hình 3, các sự kiện có số từ 1-5, từ 8-14 là các sự kiện biểu hiện sự gia tăng tỉ lệ lạm phát thông qua tăng chỉ số CPI và tăng giá xăng dầu, cũng như đánh dấu sự gia tăng lãi suất như một chính sách kiểm soát lạm phát của chính phủ. Các sự kiện này đều đánh dấu những giai đoạn sụt giảm của thị trường cổ phiếu. Tuy nhiên các sự kiện từ 15-19 biểu hiện những thành công bước đầu trong việc kiểm soát lạm phát của chính phủ cũng là giai đoạn mà thị trường cổ phiếu có dấu hiệu phục hồi. Mặc dù ngoài yếu tố nền kinh tế nội địa, thị trường chứng khoán còn chịu nhiều tác động ngoại lai đến từ nước ngoài (ví dụ như sự suy thoái chuyển sang mức độ khủng hoảng tài chính của nền kinh tế Mỹ từ tháng 7-8/2008 đến nay), nhưng những quan sát trực quan từ Hình 3 cũng cho thấy sự tác động trực tiếp của riêng yếu tố lạm phát trong nước và các chính sách lãi suất lên thị trường chứng khoán VN.

Bên cạnh đó, trong Bảng 1, các kết quả hồi qui theo ngành cho thấy lạm phát tác động mạnh nhất lên ngành du lịch và giải trí, rồi đến các

ngành công nghiệp và công nghiệp kỹ thuật; các ngành điện thoại cố định, dụng cụ điện tử, và ngành đồ uống ít chịu tác động của lạm phát nhất. Như vậy, tất cả các kết quả này cho thấy đầu tư vào cổ phiếu không phải là lá chắn lạm phát an toàn đối với bất cứ cổ phiếu ngành hay lĩnh vực nào.

2.3 Mô hình hồi qui lạm phát và phần dư của mô hình CAPM

Mô hình CAPM, được phát triển bởi Sharpe và Litner, chứng minh rằng suất sinh lợi của cổ phiếu được quyết định bởi suất sinh lợi phi rủi ro (risk-free rate) và phần bù rủi ro thị trường (market risk premium), biểu hiện qua công thức sau:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \cdot [E(R_M) - R_f] \quad (4)$$

Trong đó, $E(R_i)$ là suất sinh lợi kỳ vọng của cổ phiếu i , R_f và R_M lần lượt là suất sinh lợi phi rủi ro và suất sinh lợi thị trường. β_i là hệ số beta đo rủi ro hệ thống của cổ phiếu i . Với giả định thị trường hiệu quả, mô hình CAPM giúp xác định một suất sinh lợi kỳ vọng cho cổ phiếu tương xứng với mức độ rủi ro của nó, cũng như giúp giải thích dao động trong suất sinh lợi của cổ phiếu.

Kiểm chứng tác động của lạm phát theo mô hình CAPM được thực hiện qua hai bước, bước thứ nhất là kiểm chứng mô hình CAPM sử dụng sáu danh mục đầu tư phân theo kích cỡ (giá trị vốn hóa thị trường ME), và theo tỉ số BE/ME và bước thứ hai là kiểm chứng tác động của lạm phát trong việc giải thích phần dư của mô hình CAPM.

Bảng 2. Mô hình CAPM và Lạm phát

Phân theo kích cỡ và tỉ số BE/ME của các công ty, sáu danh mục được hình thành lần lượt là (1)

Rit - Rft = alpha + beta.(Rmt-Rft) + eit (1)				[(Rit - Rft) - E(Rit-Rft)] = alpha + d.l + eit (2)		
Danh mục	alpha	beta	R2 hiệu chỉnh	Danh mục	alpha	d
S/H	-0,01035 {0,65909}	0,90934*** {0,00000}	0,48952	S/H	0,02325 {0,46247}	-2,11866 {0,31788}
S/M	0,00861 {0,61672}	1,01267*** {0,00000}	0,69194	S/M	0,00008 {0,99727}	-0,00730 {0,99628}
S/L	-0,01034 {0,65575}	0,96133*** {0,00000}	0,52377	S/L	0,01216 {0,69977}	-1,10774 {0,59928}
B/H	-0,01781 {0,22306}	0,90656*** {0,00000}	0,71766	B/H	0,01309 {0,50375}	-1,19277 {0,36317}
B/M	-0,01236 {0,29137}	0,93749*** {0,00000}	0,80862	B/M	0,01048 {0,50523}	-0,95546 {0,36482}
B/L	-0,00572 {0,48201}	0,92897*** {0,00000}	0,89541	B/L	0,00586 {0,59470}	-0,53359 {0,46887}
Ghi chú: Rit-Rft: phần bù rủi ro tỷ suất sinh lợi của danh mục Rmt-Rft: phần bù rủi ro tỷ suất sinh lợi của thị trường E(Rit-Rft): giá trị kỳ vọng của phần bù rủi ro của các danh mục * ** *** tương ứng với mức ý nghĩa ở mức 10%. 5%. 1%						

S/H bao gồm các công ty cỡ nhỏ có tỉ số BE/ME

cao, (2) S/M bao gồm các công ty cỡ nhỏ có tỉ số BE/ME trung bình, (3) S/L bao gồm các công ty cỡ nhỏ có tỉ số BE/ME thấp, (4) B/H bao gồm các công ty cỡ lớn có tỉ số BE/ME cao, (5) B/M bao gồm các công ty cỡ lớn có tỉ số BE/ME trung bình, và (6) B/L bao gồm các công ty cỡ lớn có tỉ số BE/ME thấp. Kết quả (bảng 4-6 phần cuối) cho thấy mô hình CAPM giải thích được từ 48,95% đến 89,54% sự dao động của suất sinh lợi tập danh mục tùy theo danh mục đo chứa đựng loại cổ phiếu nào. Kết quả này cho thấy CAPM giải thích tốt hơn đối với các công ty có giá trị vốn hóa cao, và giải thích kém hơn đối với các công ty có kích thước nhỏ.

Bước hai, phần dư (phần dao động không được giải thích hết) của mô hình CAPM được xem xét nhằm kiểm tra có phải bị gây ra bởi lạm phát không. Tuy nhiên, giả thiết này bị loại bỏ vì các hệ số hồi qui của nhân tố lạm phát trên phần dư của mô hình CAPM đều không đáng kể về mặt thống kê. Điều này có nghĩa rằng lạm phát không phải là một nhân tố độc lập tác động lên suất sinh lợi của cổ phiếu mà nó đã được bao gồm trong nhân tố phần bù rủi ro thị trường.

2.4 Mô hình hồi qui lạm phát và phần dư của mô hình ba nhân tố

Mặc dù đơn giản và dễ hiểu, mô hình CAPM với một nhân tố phần bù rủi ro thị trường đã không đủ khả năng giải thích triệt để sự dao động của suất sinh lợi cổ phiếu. Rất nhiều các nghiên cứu tài chính đã liệt kê nhiều nhân tố khác đóng góp vai trò giải thích dao động của suất sinh lợi, trong đó nghiên cứu của Fama và French (1993)

đã đề nghị hai nhân tố cũng như hiệu chỉnh mô hình CAPM thành mô hình ba nhân tố mà sau này được ứng dụng rộng rãi cho các nghiên cứu kiểm chứng tính hiệu quả của thị trường, được gọi là Mô hình ba nhân tố Fama-French. Mô hình ba nhân tố đưa vào thêm nhân tố chênh lệch suất sinh lợi do kích cỡ và nhân tố chênh lệch suất sinh lợi do khác biệt tỉ số BE/ME để giải thích suất sinh lợi kỳ vọng của cổ phiếu, thể hiện qua phương trình sau.

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \cdot [E(R_M) - R_f] + s_i \cdot E(SMB) + h_i \cdot E(HML) \quad (5)$$

Trong đó E(SMB) là chênh lệch suất sinh lợi của các tập danh mục cỡ nhỏ và cỡ lớn (cỡ nhỏ trừ cỡ lớn), E(HML) là chênh lệch suất sinh lợi của các tập danh mục có tỉ số BE/ME cao và thấp (cao trừ thấp).

Kiểm chứng tác động của lạm phát theo mô hình ba nhân tố cũng được thực hiện qua hai bước, bước thứ nhất là kiểm chứng mô hình ba nhân tố sử dụng sáu danh mục đầu tư phân theo kích cỡ (giá trị vốn hóa thị trường ME), và theo tỉ số BE/ME, và bước thứ hai là kiểm chứng tác động của lạm phát trong việc giải thích phần dư của mô hình ba nhân tố. Kết quả được trình bày trong bảng ... (4-8, LVTN Loan).

Bảng 3: Mô hình ba nhân tố và lạm phát

Rit - Rft = alpha + beta.(Rm-Rft) + s.SML + h.HML + eit (1)						[(Rit - Rft) - E(Rit-Rft)] = alpha + d.l + eit (2)		
Danh mục	alpha	beta	s	h	R2 hiệu chỉnh	Danh mục	alpha	beta
S/H	-0,01302 {0,24238}	0,90604*** {0,00000}	1,09241*** {0,00000}	0,99134*** {0,00003}	0,89085	S/H	0,01196 {0,39876}	-1,08988 {0,25183}
S/M	0,00013 {0,99060}	0,97268*** {0,00000}	1,00770*** {0,00000}	-0,07889 {0,70979}	0,86984	S/M	-0,00123 {0,93374}	0,11221 {0,90973}
S/L	-0,02436** {0,02971}	0,89431*** {0,00000}	1,59577*** {0,00000}	-0,22399 {0,27057}	0,89982	S/L	0,01099 {0,43010}	-1,00122 {0,28371}
B/H	-0,01904* {0,07728}	0,90548*** {0,00000}	0,53754*** {0,00057}	0,50239** {0,01434}	0,85576	B/H	0,00740 {0,58738}	-0,67436 {0,46009}
B/M	-0,01052 {0,32961}	0,95034*** {0,00000}	0,12417 {0,39378}	0,46836** {0,02389}	0,84333	B/M	0,00594 {0,66913}	-0,54151 {0,56048}
B/L	-0,00770 {0,34176}	0,91721*** {0,00000}	0,03417 {0,75352}	-0,28228* {0,06620}	0,90070	B/L	0,00837 {0,41847}	-0,76302 {0,27174}

Ghi chú: Rit-Rft: phần bù rủi ro tỷ suất sinh lợi của danh mục
Rmt-Rft: phần bù rủi ro tỷ suất sinh lợi của thị trường
SMB: là sai lệch giữa lợi suất tập danh mục cổ phiếu công ty nhỏ và tập danh mục cổ phiếu công ty lớn.
HML: là sai lệch trong quá khứ giữa lợi suất danh mục cổ phiếu công ty có tỉ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường cao : công ty có giá trị này thấp.
E(Rit-Rft): giá trị kỳ vọng của phần bù rủi ro của các danh mục
It: tỷ lệ lạm phát
*, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa ở mức 10%, 5%, 1%

Với sự góp mặt của hai nhân tố mới, mô hình ba nhân tố đã có sức giải thích thuyết phục sự dao động của suất sinh lợi sáu danh mục. R2 hiệu chỉnh đã tăng lên đáng kể, trong khoảng từ 84,33% đến 90,07%; và không có chênh lệch lớn về khả năng giải thích suất sinh lợi giữa hai nhóm cổ phiếu có kích cỡ khác nhau như trường hợp của mô hình CAPM.

Bước thứ hai kiểm tra khả năng giải thích của yếu tố lạm phát cho phần dư của mô hình ba nhân tố. Kết quả cho thấy lạm phát không phải là nhân tố độc lập có thể giải thích sự dao động trong suất sinh lợi của cổ phiếu. Cụ thể, hệ số hồi qui của nhân tố lạm phát trên phần dư của mô hình ba nhân tố không đáng kể về mặt thống kê.

Nhận thấy các kết quả này, chúng tôi tiến hành kiểm tra trực tiếp khả năng giải thích của

lạm phát với sự có mặt riêng lẻ từng nhân tố, phần bù rủi ro thị trường, kích cỡ công ty và tỉ số BE/ME. Cụ thể khi chạy hồi qui suất sinh lợi của cổ phiếu với lạm phát và một trong ba nhân tố, kết quả cho thấy lạm phát có khả năng giải thích suất sinh lợi của cổ phiếu nếu có mặt cùng với nhân tố kích cỡ và nhân tố BE/ME (với mức ý nghĩa 5%). Tuy nhiên khi có mặt cùng với nhân tố phần bù rủi ro thị trường thì lạm phát không còn có vai trò giải thích dao động của suất sinh lợi. Điều này có nghĩa là lạm phát là một rủi ro hệ thống, tác động lên cổ phiếu thông qua nhân tố phần bù rủi ro thị trường.

Thay cho phần kết

Tóm lại, kết quả nghiên cứu số liệu thị trường chứng khoán đã cho thấy lạm phát là một nhân tố rủi ro hệ thống đã được bao gồm trong nhân tố phần bù rủi ro thị trường, tác động lên tổng thể thị trường chứng khoán, lên hầu hết các ngành nghề sản xuất kinh doanh, và lên các danh mục cổ phiếu phân nhóm theo kích cỡ và theo hệ số BE/ME. Các hệ số hồi qui của nhân tố lạm phát đều mang dấu âm thể hiện một sự gia tăng trong tỉ lệ lạm phát sẽ làm giảm suất sinh lợi của cổ phiếu. Như vậy, kết quả nghiên cứu tại thị trường

chứng khoán VN cũng tương đồng với các kết quả nghiên cứu khác trên thế giới (Fama và Schwert năm 1977, Gultekin năm 1983), và không tương đồng với học thuyết Fisher. Cụ thể, đầu tư chứng khoán không phải là lá chắn lạm phát an toàn, nếu lạm phát biến động và đặc biệt là theo chiều hướng tăng, sẽ gây thiệt hại cho nhóm cổ đông đang nắm cổ phiếu.

Cũng có thể suy ngược lại là một sự suy giảm của tỉ lệ lạm phát có thể sẽ giúp đem lại một sự gia tăng suất sinh lợi đầu tư cổ phiếu. Tuy nhiên đối với một thị trường chứng khoán non trẻ thì mục tiêu hàng đầu không phải là gia tăng liên tục giá cổ phiếu, mà là duy trì một sự tăng trưởng ổn định nhằm tạo niềm tin nơi nhà đầu tư, từ đó thu hút được vốn đầu tư xã hội vào lĩnh vực đầu tư gián tiếp này, từ đó góp phần bơm vốn một cách

ổn định cho nền kinh tế. Nghiên cứu trên đã khẳng định rằng để thực hiện được điều này, chính phủ cần chú trọng việc duy trì một tỷ lệ lạm phát ổn định, không có tính đột biến qua các thời kỳ, các giai đoạn phát triển của thị trường chứng khoán nói riêng, và nền kinh tế nói chung.

Kiến nghị một chính sách kiểm soát lạm phát

Trong bối cảnh nền kinh tế VN đang phát triển với nhiều yếu tố kinh tế đồng cạnh tranh, Chính phủ cần nhìn nhận vai trò của từng yếu tố nhằm chọn lựa chính sách duy trì lạm phát cho mỗi thời kỳ một cách phù hợp. Cụ thể giai đoạn hiện nay là giai đoạn Chính phủ cần hỗ trợ thị trường chứng khoán non trẻ tiếp tục phát triển ổn định nhằm củng cố niềm tin của nhà đầu tư và tiếp tục thu hút luồng vốn đầu tư gián tiếp cho nền kinh tế, cũng như góp phần tiếp tục hỗ trợ chiến lược cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước được thành công. Do vậy Chính phủ không nên kiểm soát lạm phát thông qua siết chặt tín dụng đầu tư chứng khoán một cách chung chung như đã làm theo Chỉ thị 03 ban hành năm 2007. Mặt khác, thay vào đó đối với thị trường chứng khoán, lạm phát có thể được kiểm soát thông qua vai trò giám sát tích cực và chuyên môn hơn của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước nhằm hạn chế các hoạt động thành lập công ty mới, đầu tư tràn lan, chông chéo lẫn nhau giữa các công ty đã cổ phần hóa, đã niêm yết, từ đó hạn chế được tình trạng vốn đầu tư gián tiếp đi lòng vòng, và không được rót trực tiếp vào những cơ hội đầu tư thực sự cần thiết. Tương tự, trong mối tương quan với các yếu tố kinh tế khác, lạm phát còn có thể được kiểm soát thông qua chính sách kiểm soát chất lượng đầu tư công của Chính phủ, đảm bảo vốn không đi vào các dự án kém hiệu quả, và hoạt động chi tiêu của chính phủ cần xem xét đến tính thời điểm, so sánh với hoạt động chi tiêu của các nhân tố kinh tế khác nhằm kiểm soát không để nền kinh tế tăng trưởng quá nóng. Nói cách khác, chính sách kiểm soát lạm phát của chính phủ không nên chỉ nhìn hẹp từ vai trò của các công cụ chính sách tiền tệ, mà cần được kết hợp cùng các chính sách chi tiêu đầu tư công, và quan trọng hơn là cần được xây dựng dựa trên sự ưu tiên phát triển hài hòa của các yếu tố kinh tế trong từng thời điểm phát triển ■

Chú thích

[1] Trong một khuôn khổ bài viết khác, chúng tôi

sẽ phân tích rõ hơn các nguyên nhân gây nên biến động lạm phát tại VN trong thời gian vừa qua.

[2] Xem thêm nghiên cứu của TS. Nguyễn Thu Hiền và Lê Thị Hiền Phương (12/2008) cũng như nghiên cứu của TS. Vương Đức Hoàng Quân và Hồ Thị Huệ (8/2008).

Tài liệu tham khảo

1. Irving Fisher (1930), *The Theory of Interest*, New York, NY: Macmillan, 1930.
2. Eugene Fama and G.Schwert (1977), "Asset Returns and Inflation", *Journal of Financial Economics*, pp 115-146.
3. Eugene Fama (1981), "Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money", *The American Economic Review*, pp 545-565.
4. Eugene Fama và M.R.Gibbons (1982), "Inflation, Real Returns and Capital Investments", *The Journal of Monetary Economics*, pp 239-258.
5. Geske, Robert và Richard Roll (1983), "The Fiscal and Monetary Linkage between Stock Returns and Inflation", *Journal of Finance*, pp 1-33.
6. Eugene Fama và Kenneth R.French (2004), "The Capital Asset Pricing Model Theory and Evidence", *The Journal of Economic Perspectives*, pp 25-46
7. Eugene Fama and Kenneth R.French (1996), "Multi-factor Explanations of Asset Pricing Anomalies", *The Journal of Finance*, pp 55-84.
8. Eugene Fama and Kenneth R.French (1995), "Size and Book-to-Market Factors Earnings and Returns", *The Journal of Finance*, pp 131-155.
9. N.Bulent Gultekin (1983), "Stock Market Return and Inflation: Evidence from Other Countries", *The Journal of Finance*, pp 49-65.
10. Goodfriend, Marvin (2003), *Interest Rate Policy Should Not React Directly to Asset Price*, Cambridge, MA, pp. 445.
11. Michael D.Bordo, Michael J.Dueker và David C.Wheelock (2007), *Monetary Policy and Stock Market Booms and Busts in the 20th Century*, Research Division Federal Reserve Bank of St.Louis.
12. Hồ Thị Huệ (2008), *Các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu: Một nghiên cứu thực nghiệm tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM*, Luận văn thạc sĩ, Khoa Quản lý Công nghiệp, Trường ĐH Bách khoa TP.HCM.