



## Phản ứng của giá cổ phiếu đối với biến động chính sách kinh tế thế giới và chính sách tiền tệ tại Việt Nam

LÊ HỒ AN CHÂU <sup>a</sup>, NGÔ SỸ NAM <sup>b</sup>, NGUYỄN THỊ MAI HUYỀN <sup>c</sup>

<sup>a</sup> Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

<sup>b, c</sup> Trường Đại học Ngân hàng TP.HCM

| THÔNG TIN                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | TÓM TẮT                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Ngày nhận: 24/04/2018<br/>Ngày nhận lại: 05/06/2018<br/>Duyệt đăng: 27/7/2018</p> <p><b>Mã phân loại JEL:</b><br/>E52, F39, F42</p> <p><b>Từ khóa:</b><br/>Giá cổ phiếu;<br/>Biến động chính sách kinh tế;<br/>Chính sách tiền tệ;<br/>Thị trường chứng khoán;<br/>SVAR; Việt Nam.</p> <p><b>Keywords:</b><br/>Stock price;<br/>Economic policy uncertainty;</p> | <p>Nghiên cứu thực hiện phân tích thực nghiệm về phản ứng của giá cổ phiếu trước các cú sốc về biến động chính sách kinh tế thế giới và thay đổi trong chính sách tiền tệ tại Việt Nam. Sử dụng mô hình tự hồi quy vector dạng cấu trúc (SVAR) với các ràng buộc trong ngắn hạn và dữ liệu tháng trong giai đoạn tháng 01/2008–12/2017, nghiên cứu tìm thấy rằng chỉ số VN-Index phản ứng nhanh và tức thời đối với bất ổn trong chính sách kinh tế thế giới; cụ thể, mức độ không chắc chắn về chính sách kinh tế gia tăng làm cho giá chứng khoán biến động mạnh, giảm ngay tức thời, sau đó tăng lại theo những thay đổi trong tâm lý nhà đầu tư và sự can thiệp trong chính sách tiền tệ của ngân hàng nhà nước. Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng chính sách tiền tệ mở rộng – đại diện bởi sự gia tăng trong cung tiền và tỷ giá làm cho giá cổ phiếu tăng, trong khi phản ứng với sự thay đổi của lãi suất ngắn hạn không có ý nghĩa thống kê. Ngoài ra, một cú sốc giá dầu thế giới cũng dẫn đến một sự giảm tạm thời trong giá cổ phiếu.</p> <p><b>Abstract</b></p> <p>This paper makes an empirical analysis of stock index in response to the global economic policy uncertainty and monetary policy shocks in Vietnam. Applying Structural Vector Autoregressive Model (SVAR) imposed by short-run restrictions, and the monthly data from 2008:M1</p> |

<sup>a</sup> chaulha@ueh.edu.vn, \* tác giả liên hệ.

<sup>b</sup> namns@buh.edu.vn

<sup>c</sup> huyenntm@buh.edu.vn

Trích dẫn bài viết: Lê Hồ An Châu, Ngô Sỹ Nam, & Nguyễn Thị Mai Huyền. (2018). Phản ứng của giá cổ phiếu đối với biến động chính sách kinh tế thế giới và chính sách tiền tệ tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 29(3), 05–22.

Monetary policy;  
Stock market; SVAR;  
Vietnam.

to 2017:M12, we find an immediate response of VN-Index to the adjustment in global economic policies, indicating that an increase in Economic policy uncertainty leads to a deep fall in stock prices which may arise due to the changes in investors' sentiments and monetary policy intervention of the State Bank of Vietnam. Research results show that expansionary monetary policy represented by the increase in money supply and exchange rate raises stock prices while its response to short-term interest rate changes is statistically insignificant. Moreover, the findings also reveal that oil price shock leads to a temporary decrease in stock price.

## 1. Giới thiệu

Được đánh giá là phong vũ biểu cho nền kinh tế, biến động của thị trường chứng khoán luôn là mối quan tâm hàng đầu không chỉ của nhà đầu tư mà còn của các nhà hoạch định chính sách và nghiên cứu kinh tế. Lý thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market Hypothesis – EMH) đã khẳng định sự thay đổi của giá tài sản tài chính là do phản ứng với những thông tin; tất cả những thông tin xuất hiện sẽ được thị trường xử lý nhanh chóng và được phản ánh tức thời vào giá chứng khoán. Thực tiễn thị trường cũng như các bằng chứng thực nghiệm đã cho thấy trong các thông tin trên thị trường thì thông tin liên quan đến những thay đổi bất ngờ trong chính sách kinh tế mà đặc biệt là chính sách tiền tệ ảnh hưởng nhiều đến biến động giá cổ phiếu, mặc dù sự ảnh hưởng này có thể khác nhau ở các nền kinh tế khác nhau (Li & cộng sự, 2010). Lý thuyết giải thích các kênh truyền dẫn của chính sách tiền tệ nhấn mạnh đến kênh giá tài sản, theo đó, chính sách tiền tệ mở rộng sẽ giúp giá chứng khoán tăng thông qua hiệu ứng thu nhập (Wealth Effect) và hiệu ứng gia tốc tài chính (Financial Accelerator) (Mishkin, 2007). Mặc dù rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã kiểm định mức độ ảnh hưởng ở các thị trường khác nhau, nhưng kết quả nghiên cứu không thống nhất đã gây ra tranh cãi xoay quanh các câu hỏi như: (1) Chính sách tiền tệ tác động đến thị trường chứng khoán; hay (2) Biến động giá chứng khoán ảnh hưởng đến thay đổi trong chính sách tiền tệ; hay (3) Giá chứng khoán và các biến trong chính sách tiền tệ cùng phản ứng đồng thời với một cú sốc chung (Ozdagli & Yu, 2011). Đáp án cho những câu hỏi này có ý nghĩa quan trọng, đặc biệt trong bối cảnh thị trường tài chính thế giới đang đối mặt với sự thay đổi và bất ổn trong chính sách kinh tế của các quốc gia kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và khủng hoảng nợ châu Âu (Baker & cộng sự, 2016).

Việt Nam là một quốc gia có nền kinh tế nhỏ mở cửa (Camen, 2006), chuyển đổi từ nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung. Thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức hoạt động năm 2000 và khi đó chỉ có 2 công ty niêm yết với quy mô vốn hóa đạt 986 tỷ đồng, tương đương 0,28% GDP. Nếu như đến năm 2008, mức vốn hóa thị trường mới chỉ bằng 10,5% so với GDP thì đến cuối năm 2017, có khoảng 727 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, 2017), quy mô vốn hóa thị trường đã đạt trên 70% GDP. Như vậy, có thể thấy ngoài nguồn vốn tín dụng được cung cấp bởi hệ thống ngân hàng, thị trường chứng khoán cũng đóng vai trò là một kênh cung ứng vốn quan trọng của nền kinh tế. Năm 2009 là năm mà nền kinh tế Việt Nam phải nỗ lực vượt qua suy thoái, khủng hoảng tài chính giai đoạn 2007–2008, bằng việc sử dụng các chính sách kinh tế vĩ mô nhằm kích cầu đã làm cho thị trường chứng khoán tăng trưởng mạnh mẽ, chỉ số VN-Index tăng đến 108% (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, 2009). Khi chính sách kích cầu đã giúp Việt Nam ra khỏi

vòng suy thoái thì cũng là lúc những dấu hiệu của lạm phát xuất hiện, Ngân hàng nhà nước thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, điều này đã khiến cho thị trường chứng khoán rơi vào chu kỳ giảm điểm, VN-Index mất 30% điểm chỉ số trong giai đoạn này. Như vậy, trong quá trình phát triển, Việt Nam cũng đã đối mặt với vấn đề thực thi chính sách tiền tệ làm ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán, nhưng mức độ ảnh hưởng tổng thể như thế nào vẫn chưa được làm rõ. Đa số các nghiên cứu về mối quan hệ này ở Việt Nam tiếp cận theo hướng phân tích hiệu quả của các kênh truyền dẫn của chính sách tiền tệ, trong đó có kênh giá tài sản – đại diện bằng chỉ số chứng khoán (Camen, 2006; Vo & Nguyen, 2017) hoặc ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô nói chung đến sự thay đổi của chỉ số chứng khoán bằng hồi quy đa biến (Bùi Kim Yến & Nguyễn Thái Sơn, 2014; Nguyễn Minh Kiều & Nguyễn Văn Điệp, 2013; Thân Thị Thu Thủy & Võ Thị Thùy Dương, 2015). Một nghiên cứu cụ thể về phản ứng của thị trường chứng khoán đối với thay đổi trong chính sách tiền tệ là Dương Ngọc Mai Phương và cộng sự (2015), tuy nhiên, nghiên cứu này đã bỏ qua cú sốc ngoại sinh quan trọng ảnh hưởng đến sự điều chỉnh chính sách tiền tệ của Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu, đó là biến động giá dầu thế giới. Dương Ngọc Mai Phương và cộng sự (2015) cũng chưa kiểm soát đến tác động nội sinh của tỷ giá hối đoái, vốn dĩ là một kênh truyền dẫn quan trọng đối với nền kinh tế nhỏ và độ mở thương mại lớn (đã được chứng minh trong nghiên cứu của Li & cộng sự, 2010).

Nghiên cứu này sẽ bổ sung bằng chứng thực nghiệm về phản ứng của chỉ số giá VN-Index trước cú sốc về bất ổn chính sách kinh tế thế giới và sự thay đổi trong chính sách tiền tệ ở Việt Nam trong giai đoạn 2008–2017. Đây là giai đoạn nền kinh tế Việt Nam, đặc biệt là khu vực tài chính trải qua nhiều biến động do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, khủng hoảng giá cả nhiên liệu trên thế giới và quá trình tự do hóa tài chính gắn với những cam kết đã được thỏa thuận khi Việt Nam gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (World Trade Organization – WTO) và các cam kết khi tham gia Cộng đồng Kinh tế ASEAN (ASEAN Economic Community – AEC). Điểm nổi bật của nghiên cứu này là kiểm định hai cú sốc ngoại sinh là biến động giá dầu thế giới và bất ổn chính sách kinh tế thế giới (Economic Policy Uncertainty – EPU) đo lường bởi Baker và cộng sự (2016). Nghiên cứu cũng sẽ kiểm soát mối quan hệ nội sinh của các kênh truyền dẫn của chính sách tiền tệ bằng khung phân tích từ mô hình tự hồi quy vector cấu trúc (Structural Vector Autoregression – SVAR). Kết quả nghiên cứu sẽ gợi mở những hàm ý chính sách quan trọng không những cho nhà đầu tư trong phân tích chứng khoán mà còn cho các nhà quản lý kinh tế, đặc biệt là ngân hàng nhà nước trong thực thi các quyết định chính sách tiền tệ một cách hiệu quả, giúp phát huy tác dụng của các kênh truyền dẫn nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Trong phần tiếp theo, nghiên cứu đi qua cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm về phản ứng của giá chứng khoán đối với biến động của chính sách kinh tế và tập trung vào cú sốc trong chính sách tiền tệ; phần 3 mô tả về mô hình thực nghiệm, nguồn dữ liệu và các kiểm định thống kê cho mô hình; phần 4 trình bày về kết quả nghiên cứu thực nghiệm; và cuối cùng là phần 5 kết luận.

## **2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của chính sách tiền tệ đến giá cổ phiếu**

Thay đổi chính sách kinh tế, đặc biệt là chính sách tiền tệ và ảnh hưởng của những cú sốc này đến giá chứng khoán đã được phân tích dựa trên nhiều lý thuyết khác nhau. Theo lập luận của Fama (1970) về thị trường hiệu quả, giá chứng khoán phản ứng nhanh và mạnh với tất cả những thông tin trên thị trường và những thông tin bất ngờ làm cho sự thay đổi của giá chứng khoán rất khó dự đoán. Tuy

nhiên, lý thuyết thị trường hiệu quả chỉ giải thích về phản ứng của giá cổ phiếu đối với tất cả các loại thông tin nói chung, bất kể đó là thông tin tài chính hay phi tài chính, vĩ mô hay vi mô... Tập trung vào những thông tin liên quan đến các chính sách kinh tế (chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa và các khung pháp lý của nhà nước), Pastor và Veronesi (2012, 2013) đã phát triển mô hình lý thuyết giải thích sự liên kết giữa biến động trong chính sách và giá chứng khoán. Theo đó, sự không chắc chắn hay những thay đổi ngoài kỳ vọng của các chính sách kinh tế cản trở hoạt động đầu tư, đồng thời cũng làm gia tăng phần bù rủi ro do tăng sự bất ổn trong dự đoán thị trường của nhà đầu tư, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến giá chứng khoán. Gần đây, Baker và cộng sự (2016) đã bổ sung bằng chứng thực nghiệm củng cố mối quan hệ này thông qua việc xây dựng chỉ số biến động chính sách kinh tế (Economic Policy Uncertainty – EPU) và tìm thấy mối tương quan chặt chẽ giữa EPU với hệ số VIX – đại diện cho sự biến động của chỉ số chứng khoán S&P 500. Đây cũng là biểu thể hiện sự thay đổi trong tâm lý nhà đầu tư thế giới. Tuy nhiên, việc lượng hóa biến động chính sách là không dễ dàng, đây cũng là lý do mà nghiên cứu về tác động của chính sách kinh tế đến thị trường tài chính còn khá hạn chế.

Trong các chính sách kinh tế nói chung, có thể nói sự tác động của chính sách tiền tệ là khá rõ ràng và đã được phân tích chi tiết trong các lý thuyết liên quan đến các kênh truyền dẫn của chính sách tiền tệ. Tác động của chính sách tiền tệ thông qua kênh giá tài sản, cụ thể là giá chứng khoán bắt nguồn từ giả thuyết vòng đời của Modiglianis, theo đó, sự gia tăng về tài chính làm tăng tiêu dùng. Mishkin (2007) nhấn mạnh đến hiệu ứng thu nhập và gia tốc tài chính trong giải thích về phản ứng của giá chứng khoán. Cụ thể, một khi chính sách tiền tệ thay đổi có thể làm thay đổi lãi suất thị trường, từ đó, giá cổ phiếu sẽ bị ảnh hưởng do lãi suất chiết khấu thay đổi. Mặt khác, lãi suất thay đổi tác động đến chi phí sử dụng vốn cũng như chi phí đầu tư, lãi suất tăng sẽ dẫn đến chi phí cao hơn và hạn chế hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Ngoài ra, một khi chính sách tiền tệ được mở rộng, cung tiền trong nền kinh tế tăng lên có thể làm cho cầu cổ phiếu tăng theo, do vậy, giá cổ phiếu sẽ tăng dẫn đến thu nhập và tài sản của nhà đầu tư cũng tăng theo.

Các nghiên cứu thực nghiệm đã sử dụng khung phân tích từ mô hình VAR và SVAR để kiểm định phản ứng của giá chứng khoán đến những thay đổi trong chính sách tiền tệ ở nhiều nước khác nhau. Neri (2004) nghiên cứu mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và thị trường chứng khoán ở các nước G7 và Tây Ban Nha đã kết luận rằng một cú sốc chính sách tiền tệ thất chặt được đo lường bởi sự tăng lên trong lãi suất ngắn hạn có tác động nhỏ, ngược chiều và ảnh hưởng tạm thời lên chỉ số chứng khoán; tuy nhiên, kết quả này lại không đồng nhất giữa các quốc gia về độ lớn, thời gian và tính duy trì trong các phản ứng. Pirovano (2012) cũng chỉ ra rất rõ các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, không những các yếu tố thuộc về quốc gia mà còn có các yếu tố bên ngoài ảnh hưởng đến chính sách

---

<sup>d</sup> Giả thuyết vòng đời (The Life-Cycle Hypothesis - LCH) được phát triển bởi Franco Modigliani vào năm 1957, liên quan đến thói quen chi tiêu và tiết kiệm của con người trong cuộc đời. Lý thuyết này cho rằng nhu cầu tiêu dùng và thu nhập thường không đồng đều ở các thời điểm khác nhau trong vòng đời. Những người trẻ tuổi thường có nhu cầu tiêu dùng vượt quá thu nhập của họ; nhu cầu của họ có xu hướng chủ yếu là nhà ở và giáo dục, và do đó họ có ít tiền tiết kiệm. Trong độ tuổi trung niên, thu nhập thường tăng lên, cho phép các khoản nợ tích lũy trước đó trong cuộc sống được trả hết và tiết kiệm được tích lũy. Cuối cùng, khi nghỉ hưu, thu nhập suy giảm và các cá nhân tiêu thụ từ tiền tiết kiệm tích lũy trước đây. Giả thuyết này hàm ý rằng tiêu dùng không hoàn toàn phụ thuộc vào thu nhập mà gắn với thu nhập mà một cá nhân dự kiến thu được trong tương lai, điều này cũng ảnh hưởng đến nhu cầu và sự luân chuyển vốn trong nền kinh tế ở các quốc gia ở những giai đoạn khác nhau gắn với độ tuổi trung bình của dân cư.

tiền tệ, từ đó ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong nước. Nghiên cứu của Pirovano (2012) tập trung vào bốn quốc gia thành viên mới của khu vực châu Âu là Cộng hòa Séc, Hungary, Phần Lan và Slovenia và kết quả chỉ ra rằng giá cổ phiếu nhạy cảm nhiều hơn với sự thay đổi lãi suất của Liên minh châu Âu hơn là của nội địa, điều này được giải thích bởi mức độ mở với thị trường tài chính quốc tế cao và phần lớn dòng vốn ngoại đổ vào các quốc gia này. Li và cộng sự (2010) cũng cho rằng thị trường chứng khoán nhạy cảm với những thay đổi không mong muốn trong chính sách tiền tệ, nhưng sự nhạy cảm này lại khác nhau ở các quốc gia khác nhau. Nghiên cứu sử dụng mô hình SVAR với các ràng buộc ngắn hạn dành riêng cho Canada và Mỹ để giải quyết câu hỏi rằng liệu phản ứng của thị trường chứng khoán trước một sự thay đổi trong chính sách tiền tệ có khác nhau đáng kể giữa hai nền kinh tế khác nhau này không? Kết quả cho thấy ở Canada, phản ứng ngay lập tức của giá cổ phiếu đối với một cú sốc chính sách tiền tệ thất chặt trong nước là nhỏ và phản ứng động là nhanh và tức thời, trong khi đó ở Mỹ, phản ứng ngay lập tức của giá cổ phiếu với một cú sốc tương tự là tương đối lớn và phản ứng động kéo dài. Như vậy, một cú sốc chính sách tiền tệ thu hẹp ở Canada sẽ có tác động ngược chiều lên giá chứng khoán và các cú sốc chính sách tiền tệ có đóng góp tương đối nhỏ hơn đến sự biến động chung của giá cổ phiếu. Bên cạnh sự khác biệt về độ mở của thị trường, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng giá dầu đóng vai trò quan trọng khác nhau giữa hai nước (Mỹ là nước nhập khẩu dầu ròng, Canada là nước xuất khẩu dầu ròng). Cụ thể, một cú sốc giá dầu có tác động ngược chiều ngay lập tức đến giá cổ phiếu ở Mỹ. Hơn thế nữa, một sự thay đổi không mong muốn trong lãi suất của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) có ảnh hưởng đáng kể đến giá cổ phiếu ở Canada. Ngoài ra, Pennings (2011) cũng ước tính tác động của chính sách tiền tệ lên tỷ giá và thị trường chứng khoán cho 8 quốc gia là: Úc, Canada, Hàn Quốc, New Zealand, Anh, Indonesia, Malaysia và Thái Lan trong giai đoạn tháng 9/2008–3/2009. Kết quả chỉ ra rằng trung bình ở các quốc gia nghiên cứu, cứ tăng 1% điểm lãi suất cơ bản sẽ dẫn đến tỷ giá tăng 1% và chỉ số thị trường chứng khoán giảm 1%. Tuy nhiên, đối với các quốc gia được xem xét không phải thành viên của Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD), một cú sốc chính sách tiền tệ có ảnh hưởng rộng và mạnh mẽ hơn lên thị trường chứng khoán trong thời kỳ khủng hoảng so với các giai đoạn ngoài khủng hoảng.

Nghiên cứu ở châu Á nói chung và các nước trong khu vực Đông Nam Á nói riêng cũng được đề cập đến trong nhiều công bố. Leelahaphan (2009) xem xét ảnh hưởng của chính sách tiền tệ và tỷ giá hối đoái lên giá cổ phiếu ở các quốc gia Thái Lan, Malaysia, Hàn Quốc, và Singapore trong giai đoạn 1989–2008 bằng cách sử dụng mô hình Bayesian VAR, kết quả nghiên cứu cho thấy trong ngắn hạn, cú sốc chính sách tiền tệ ảnh hưởng liên tục và mạnh mẽ đến chỉ số giá cổ phiếu, trong khi tác động của cú sốc tỷ giá hối đoái chỉ tồn tại trong thời gian ngắn; thêm vào đó, kết quả phân rã phương sai cho thấy cả tỷ giá hối đoái và chính sách tiền tệ đều đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích động thái của thị trường chứng khoán. Mặt khác, Nazlioglu và cộng sự (2018) cũng chỉ ra rằng các biến chính sách tiền tệ rất nhạy cảm bởi sự thay đổi của giá dầu thế giới – là một nhân tố bên ngoài quốc gia. Abhyankar và cộng sự (2013) tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa giá dầu và thị trường chứng khoán Nhật Bản, theo đó, những cú sốc giá dầu phát sinh từ sự thay đổi trong tổng nhu cầu toàn cầu có tương quan ngược chiều với lợi nhuận trên thị trường chứng khoán ở quốc gia này. Zare và cộng sự (2013) nghiên cứu ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đến giá cổ phiếu tại Malaysia trong giai đoạn 1990–2011 bằng cách sử dụng mô hình SVAR, kết quả nghiên cứu cho thấy có sự phản ứng của giá cổ phiếu khi có một cú sốc lãi suất ngắn hạn xảy ra, giá cổ phiếu phản ứng ngược chiều với sự thay đổi của lãi suất và có ý nghĩa thống kê trong ngắn hạn. Ngoài ra, một sự gia tăng bất ngờ trong cung tiền M2 cũng dẫn đến sự tăng lên trong chỉ số giá cổ phiếu. Phản ứng ngược chiều (cùng chiều)

của giá cổ phiếu trước sự thay đổi của lãi suất ngắn hạn (cung tiền) là phù hợp với dự đoán của lý thuyết về định giá tài sản. Kết quả nghiên cứu này cũng tương đồng với nghiên cứu của Park và Ratti (2000).

Các nghiên cứu về Việt Nam thường tiếp cận theo hướng phân tích hiệu quả của các kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ, trong đó có kênh giá tài sản – đại diện bằng chỉ số chứng khoán (Camen, 2006; Vo & Nguyen, 2017) hoặc ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô nói chung đến sự thay đổi của chỉ số chứng khoán bằng hồi quy đa biến (Bùi Kim Yên & Nguyễn Thái Sơn, 2014; Nguyễn Minh Kiều & Nguyễn Văn Điệp, 2013; Thân Thị Thu Thủy & Võ Thị Thùy Dương, 2015). Một nghiên cứu cụ thể về phản ứng của thị trường chứng khoán đối với thay đổi trong chính sách tiền tệ là của Dương Ngọc Mai Phương và cộng sự (2015). Trong đó, các tác giả này sử dụng mô hình SVAR với các biến gồm: Lãi suất chính sách của Mỹ đại diện cho các cú sốc ngoại sinh; biến sản lượng công nghiệp, lạm phát, cung tiền, lãi suất, và giá chứng khoán đại diện cho nền kinh tế trong nước. Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường chứng khoán chịu ảnh hưởng lớn từ cú sốc chính sách tiền tệ. Cú sốc thắt chặt (mở rộng) của chính sách tiền tệ làm cho thị trường chứng khoán suy giảm (tăng trưởng) tương ứng.

Nhìn chung, dù thực hiện các phương pháp khác nhau, các kết quả nghiên cứu trên thế giới đều chỉ ra được phản ứng của giá chứng khoán đối với các cú sốc trong chính sách tiền tệ và cú sốc ngoại sinh. Theo đó, trong ngắn hạn, một chính sách tiền tệ thắt chặt thông qua kênh lãi suất hay cung tiền sẽ làm cho giá cổ phiếu giảm và ngược lại. Tuy nhiên, mức độ và các kênh ảnh hưởng không hoàn toàn đồng nhất nhau mà có sự khác biệt tương đối giữa các quốc gia có đặc thù và cấu trúc kinh tế khác nhau như: Quốc gia phát triển, đang phát triển, hay nền kinh tế chuyển đổi hoặc là giữa thị trường mới nổi và thị trường cận biên. Mặt khác, khi kiểm soát cú sốc ngoại sinh, đa phần các nghiên cứu xem xét cú sốc giá năng lượng và/hoặc thay đổi lãi suất của Fed. Sự biến động của nền kinh tế toàn cầu hơn một thập kỷ qua gắn liền với các cuộc khủng hoảng, suy thoái kinh tế, những bất ổn về tình hình chính trị - xã hội đã làm cho các quốc gia phải điều chỉnh liên tục các chính sách kinh tế vĩ mô để ứng phó với điều kiện thị trường biến động. Tuy nhiên, việc đo lường bất ổn trong chính sách kinh tế vĩ mô (không chỉ chính sách tiền tệ mà còn chính sách tài khóa hay khung pháp lý điều tiết các hoạt động kinh tế nói chung) là không dễ dàng đã làm hạn chế các nghiên cứu kiểm định ảnh hưởng của bất ổn kinh tế thế giới. Một số ít nghiên cứu gần đây đã bổ sung bất ổn kinh tế thế giới vào mô hình dự báo mức biến động giá chứng khoán (Liu & Zhang, 2015) hơn là nghiên cứu phản ứng của thị trường chứng khoán trước cú sốc trong bất ổn kinh tế thế giới. Do đó, kiểm định vai trò của sự thay đổi chính sách kinh tế thế giới và đặc biệt là chính sách tiền tệ trong nước đến phong vũ biểu của thị trường đã trở thành mục tiêu nghiên cứu chính của bài viết này, đặc biệt, trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam đang ở vào giai đoạn tự do hóa tài chính gắn với các cam kết của WTO, AEC và Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (Trans-Pacific Partnership Agreement – TPPTPP-11).

### 3. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết nghiên cứu phản ứng của giá cổ phiếu trước những cú sốc ngoại sinh gắn với sự bất ổn trong chính sách kinh tế thế giới và sự điều tiết của chính sách tiền tệ ở Việt Nam dựa vào ước lượng mô hình SVAR với những ràng buộc trong ngắn hạn.

Mô hình SVAR của  $n$  biến được viết rút gọn như sau:

$$AY_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i Y_{t-i} + u_t \quad (1)$$

Trong đó,

$Y_t$ : Vector ( $n \times 1$ ) của  $n$  biến nội sinh;

$A$ : Ma trận không suy biến ( $n \times n$ ) hệ số tác động cùng thời điểm của các biến nội sinh;

$\beta_0$ : Vector ( $n \times 1$ ) của hệ số chặn;

$\beta_i$  ( $i = 1, 2, 3 \dots p$ ): Ma trận ( $n \times n$ ) hệ số tác động của các biến nội sinh trễ;

$Y_{t-i}$ : Ma trận ( $n \times n$ ) các biến nội sinh trễ;

$P$ : Số bậc trễ;

$U_t$ : Vector ( $n \times 1$ ) sai số

Nhân hai vế của (1) với nghịch đảo của ma trận  $A$  ( $A^{-1}$ ), ta được:

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + e_t \quad (2)$$

Trong đó,  $A_0 = A^{-1}\beta_0$ ;  $A_1 = A^{-1}\beta_1$ ;  $e_t \sim i.i.d.(0, \sigma_{ei}^2)$

Như vậy, SVAR cho phép xem xét mối quan hệ lẫn nhau giữa các biến số, trong đó có tác động của biến số tại cùng thời điểm. Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng mô hình SVAR gồm 7 biến theo thứ tự gồm: 2 biến đại diện cho cú sốc ngoại sinh là biến động chính sách kinh tế thế giới (EPU) và giá dầu thế giới (OP); các cú sốc trong chính sách tiền tệ của Việt Nam gồm có thay đổi chỉ số giá tiêu dùng (CPI) – biến đại diện mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ và các công cụ khác như: Cung tiền (M2); lãi suất ngắn hạn (IR); tỷ giá hối đoái (EX) và cuối cùng là biến giá cổ phiếu (SP). EPU là chỉ số đo lường mức độ không chắc chắn trong chính sách kinh tế được xây dựng bởi Baker và cộng sự (2016) dựa trên thông tin về thay đổi trong các chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ và những vấn đề kinh tế được công bố trên các phương tiện truyền thông (các báo và tạp chí lớn) của 21 quốc gia (Mỹ, Canada, Brazil, Chile, Anh, Đức, Ý, Tây Ban Nha, Pháp, Hà Lan, Nga, Ấn Độ, Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Hồng Kong, Mexico, Chile, Singapore, Ireland và Úc). Chỉ số này được tác giả tính toán riêng cho từng nước và công bố toàn bộ nguồn dữ liệu trên website nghiên cứu về chỉ số bất ổn chính sách kinh tế: [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com). Nghiên cứu này chọn chỉ số bất ổn kinh tế toàn cầu (Global EPU Index) được tính toán bằng giá trị trung bình có trọng số của EPU các quốc gia (đã được đề cập ở trên) với trọng số được sử dụng là GDP. Do đó, chỉ số này là đại diện cho biến động chính sách kinh tế thế giới nói chung vì bao gồm những nền kinh tế lớn (Mỹ, Anh và Liên minh châu Âu), các quốc gia phát triển (Canada, Nhật Bản, Singapore...), và các quốc gia đang phát triển nhưng có quy mô và tầm ảnh hưởng lớn (Trung Quốc, Ấn Độ và Nga). Cú sốc ngoại sinh thứ hai mà nghiên cứu quan tâm là giá dầu thế giới (OP) được tính bằng cách lấy giá trị trung bình của ba mức giá giao ngay là Dated Brent, West Texas Intermediate và Dubai Fateh. Bảng 1 định nghĩa các biến trong mô hình và nguồn dữ liệu.

Trật tự các biến được sắp xếp như sau:

$EPU \rightarrow OP \rightarrow CPI \rightarrow M2 \rightarrow IR \rightarrow EX \rightarrow SP$

Trật tự các biến này thể hiện mục tiêu nghiên cứu của tác giả (với sự quan tâm đặc biệt đến biến động tình hình thế giới thể hiện qua EPU và kiểm soát cú sốc giá năng lượng trong giai đoạn nghiên

cứ), đồng thời, trật tự các biến của chính sách tiền tệ phù hợp với lý thuyết kinh tế vĩ mô và cũng đã được sử dụng trong các nghiên cứu thực nghiệm sử dụng SVAR ở các quốc gia trên thế giới của: Leelahaphan (2009), Li và cộng sự (2010), Zare và cộng sự (2013), Dương Ngọc Mai Phương và cộng sự (2015).

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu hàng tháng trong giai đoạn tháng 01/2008–12/2017. Ngoại trừ biến EPU và IR, tất cả các biến còn lại đều được biểu diễn với dạng logarit của sai phân bậc 1 để đảm bảo tính dừng.

### Bảng 1

Các biến trong mô hình tự hồi quy vector dạng cấu trúc (SVAR)

| Biến nghiên cứu                       | Ký hiệu | Giải thích biến                                                                                                                                    | Nguồn dữ liệu                                                                     |
|---------------------------------------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| Biến động chính sách kinh tế thế giới | EPU     | Chỉ số đo lường mức độ biến động của chính sách kinh tế thế giới được xây dựng bởi Baker và cộng sự, 2016                                          | <a href="http://www.policyuncertainty.com/">http://www.policyuncertainty.com/</a> |
| Giá dầu thế giới                      | OP      | Chỉ số giá dầu thô (giá trung bình của ba mức giá giao ngay là Dated Brent, West Texas Intermediate và Dubai Fateh).                               | <a href="https://www.indexmundi.com/">https://www.indexmundi.com/</a>             |
| Lạm phát                              | CPI     | % thay đổi của chỉ số CPI của Việt Nam                                                                                                             | IFS - Quỹ tiền tệ quốc tế IMF                                                     |
| Cung tiền                             | M2      | Cung tiền M2 của Việt Nam                                                                                                                          | IFS - Quỹ tiền tệ quốc tế IMF                                                     |
| Lãi suất ngắn hạn                     | IR      | Lãi suất liên ngân hàng (VNINBOR) kỳ hạn 3 tháng của Việt Nam                                                                                      | IFS - Quỹ tiền tệ quốc tế IMF                                                     |
| Tỷ giá hối đoái                       | EX      | Tỷ giá hối đoái danh nghĩa giữa USD và VND                                                                                                         | IFS - Quỹ tiền tệ quốc tế IMF                                                     |
| Giá cổ phiếu                          | SP      | Giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam, được biểu diễn bằng trung bình của chỉ số VN-Index đóng cửa cuối mỗi ngày giao dịch trong tháng | Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM                                                   |

Để xác định cấu trúc của mô hình, tác giả dựa trên nghiên cứu của Li và cộng sự (2010). Tuy nhiên, trong trường hợp ở Việt Nam, tác giả thay đổi thứ tự tác động của một số biến do đặc thù nền kinh tế. Cụ thể, nghiên cứu thiết lập một mô hình tiêu chuẩn sử dụng các biến vĩ mô trong nước được viết dưới dạng sau:

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 & 0 & 0 & 0 \\ a_{51} & a_{52} & a_{53} & a_{54} & 1 & 0 & 0 \\ a_{61} & a_{62} & a_{63} & a_{64} & a_{65} & 1 & 0 \\ a_{71} & a_{72} & a_{73} & a_{74} & a_{75} & a_{76} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} e_t^{EPU} \\ e_t^{OP} \\ e_t^{CPI} \\ e_t^{M2} \\ e_t^{IR} \\ e_t^{EX} \\ e_t^{SP} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_t^{EPU} \\ \mu_t^{OP} \\ \mu_t^{CPI} \\ \mu_t^{M2} \\ \mu_t^{IR} \\ \mu_t^{EX} \\ \mu_t^{SP} \end{bmatrix}$$

Theo ma trận trên, biến EPU được xem là biến ngoại sinh; biến OP được giả định là đồng thời bị ảnh hưởng bởi phản ứng tức thời của EPU và của chính OP; lạm phát trong nước (CPI) chịu ảnh hưởng đồng thời của OP, EPU và của chính CPI. Các công cụ chính sách của ngân hàng trung ương là cung tiền (M2) và lãi suất (IR) được giả định là quy tắc phản hồi của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đối với nền kinh tế và các yếu tố nước ngoài. Theo đó, M2 được giả định có mối quan hệ đồng thời với EPU, OP, CPI và chính M2; IR cũng phụ thuộc vào các giá trị cùng thời kỳ của OP, EPU, CPI, M2 và chính IR.

Biến tỷ giá hối đoái (EX) được xác định theo Li và cộng sự (2010) và dựa trên đặc điểm về chính sách ở Việt Nam, cụ thể là Chính phủ Việt Nam kiểm soát chặt chẽ về tỷ giá, vậy nên, biến EX được quyết định bởi giá trị đồng thời của tất cả các biến trong mô hình, ngoại trừ biến giá cổ phiếu (SP). Biến SP được giả định bị ảnh hưởng bởi tất cả các biến bởi vì giá cổ phiếu liên quan đến tương lai và tại một thời điểm nhất định, chỉ số giá nhanh chóng phản ứng với các thông tin mới có sẵn trên thị trường theo giả định của thị trường hiệu quả (Efficiency Market Hypothesis – EMH).

#### 4. Kết quả thực nghiệm

Kết quả kiểm tra tính dừng dựa trên kiểm định Augmented Dickey Fuller (ADF test) được trình bày ở Bảng 2 cho thấy biến EPU và IR dừng ở bậc 0 và các biến còn lại là OP, CPI, M2, EX và SP không dừng ở bậc 0 nhưng dừng ở sai phân bậc 1.

**Bảng 2**

Kết quả kiểm định tính dừng (ADF Test)

| Biến nghiên cứu | Bậc 0 | Sai phân bậc 1 |
|-----------------|-------|----------------|
| EPU             | -8,53 |                |
| OP              | -2,20 | -6,78          |
| CPI             | -2,07 | -5,39          |
| M2              | -0,01 | -10,09         |
| IR              | -9,15 |                |
| EX              | -2,28 | -8,83          |
| SP              | -0,54 | -5,10          |
|                 | 1%    | -3,48          |
| Giá trị tới hạn | 5%    | -2,88          |
|                 | 10%   | -2,58          |

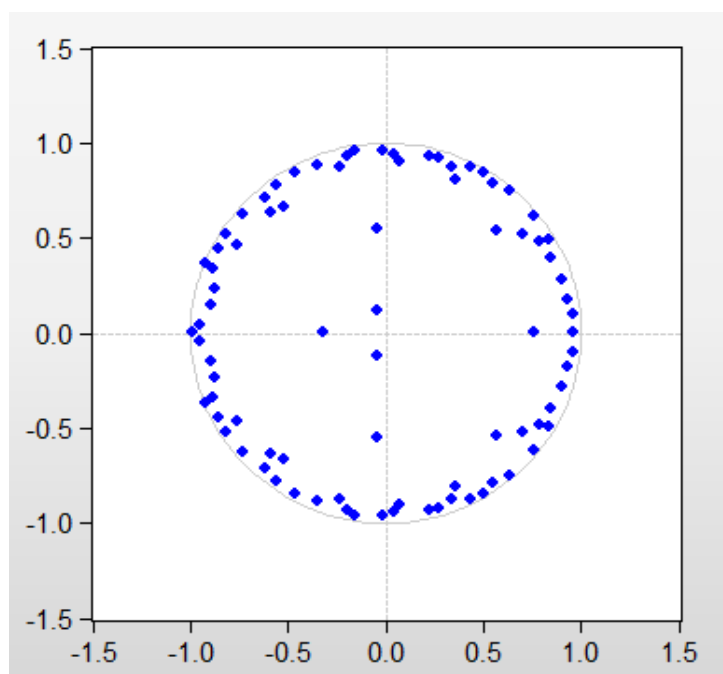
Mô hình SVAR được ước lượng với độ trễ là 12 dựa trên tiêu chuẩn AIC (Bảng 3). Mặt khác, với độ trễ bằng 12 thì mô hình có tính ổn định do giá trị nghịch đảo nghiệm đặc trưng đều nằm trong vòng tròn đơn vị (Hình 1).

**Bảng 3**

Tiêu chuẩn lựa chọn độ trễ của mô hình

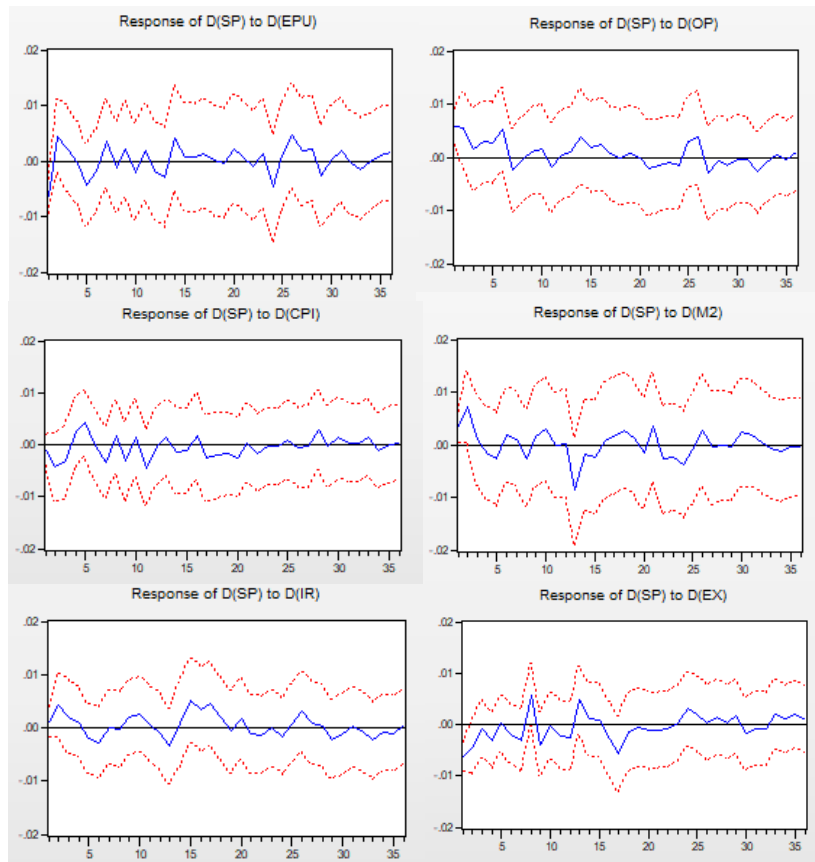
| Lag | LogL    | LR    | FPE       | AIC    | SC     | HQ     |
|-----|---------|-------|-----------|--------|--------|--------|
| 0   | 2.091,1 | NA    | 2,85e–26  | –38,9  | –38,7* | –38,8  |
| 1   | 2.170,3 | 146,6 | 1,62e–26  | –39,5  | –38,1  | –38,9* |
| 2   | 2.212,4 | 72,4  | 1,87e–26  | –39,3  | –36,7  | 38,3   |
| 3   | 2.255,0 | 67,6  | 2,17e–26  | –39,2  | –35,4  | 37,7   |
| 4   | 2.307,1 | 75,9  | 2,16e–26  | –39,3  | –34,2  | 37,2   |
| 5   | 2.344,7 | 49,8  | 2,94e–26  | –39,1  | –32,8  | 36,5   |
| 6   | 2.418,9 | 88,7  | 2,12e–26  | –39,5  | –32,0  | 36,5   |
| 7   | 2.462,6 | 46,5  | 2,90e–26  | –39,4  | –30,7  | 35,9   |
| 8   | 2.522,1 | 55,6  | 3,23e–26  | –39,6  | –29,7  | 35,6   |
| 9   | 2.580,1 | 46,5  | 4,21e–26  | –39,8  | –28,6  | 35,3   |
| 10  | 2.663,5 | 56,0  | 4,07e–26  | –40,4  | –28,0  | 35,4   |
| 11  | 2.788,0 | 67,5  | 2,36e–26  | –41,9  | –28,2  | 36,3   |
| 12  | 2.954,6 | 68,5* | 9,41e–27* | –44,1* | –29,2  | 38,0   |

Ghi chú: \* cho biết độ trễ được lựa chọn theo tiêu chuẩn



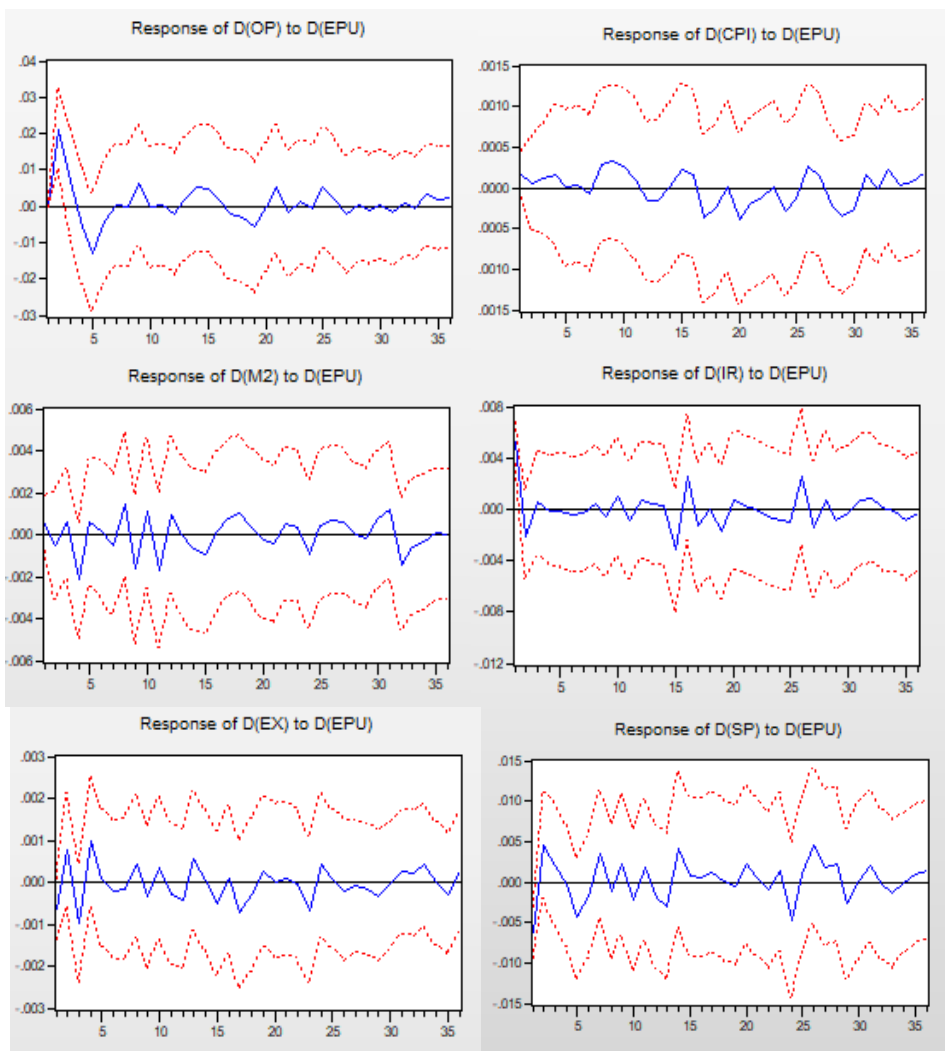
**Hình 1.** Nghiệm nghịch đảo của đa thức đặc trưng tự hồi quy

Phản ứng của giá cổ phiếu khi có cú sốc được thể hiện trong Hình 2, các phản ứng được ước tính cho 36 tháng. Kết quả cho thấy giá cổ phiếu trong nước phản ứng nhanh và tức thời đối với cú sốc từ EPU, giá sẽ giảm ngay lập tức, sau đó tăng dần lên, kết quả có ý nghĩa thống kê đến tháng thứ hai sau khi cú sốc xảy ra. Điều này có thể được giải thích như sự không chắc chắn trong chính sách kinh tế thế giới có tác động lan truyền và ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư, do đó, giá giảm ngay khi cú sốc xảy ra. Tuy nhiên, nhà đầu tư sau đó sử dụng thông tin để đánh giá tình hình và lo ngại về bất ổn ở thị trường châu Âu và Mỹ có thể khuyến khích họ nắm giữ tài sản ở thị trường mới nổi châu Á, tâm lý này phản ánh qua giá tăng lên lại sau đó. Đồng thời, biến động chỉ số giá chứng khoán cũng có thể xuất phát từ sự can thiệp trong chính sách tiền tệ của ngân hàng nhà nước. Kết quả cũng cho thấy phản ứng của giá cổ phiếu đối với cú sốc giá dầu là ngược chiều và có ý nghĩa thống kê cho đến tháng thứ hai sau cú sốc. Cụ thể, khi giá dầu tăng lên sẽ làm cho giá chứng khoán giảm ngay trong tháng đầu tiên sau cú sốc và sau đó tiếp tục giảm cho đến tháng thứ hai. Tác động ngược chiều của cú sốc giá dầu lên giá cổ phiếu có thể được giải thích bởi thực tế là khi giá dầu tăng sẽ làm cho giá cổ phiếu giảm do ảnh hưởng đến dòng tiền trong tương lai của các công ty (Jones & Kaul, 1996). Tác động ngược chiều này cũng được chứng minh là do sản lượng thấp hơn và lạm phát cao hơn khi giá dầu tăng cao (Filis, 2010). Kết quả tác động ngược chiều này cũng tương đồng với một số nghiên cứu khác như của Nandha và Faff (2008), Ciner (2001).



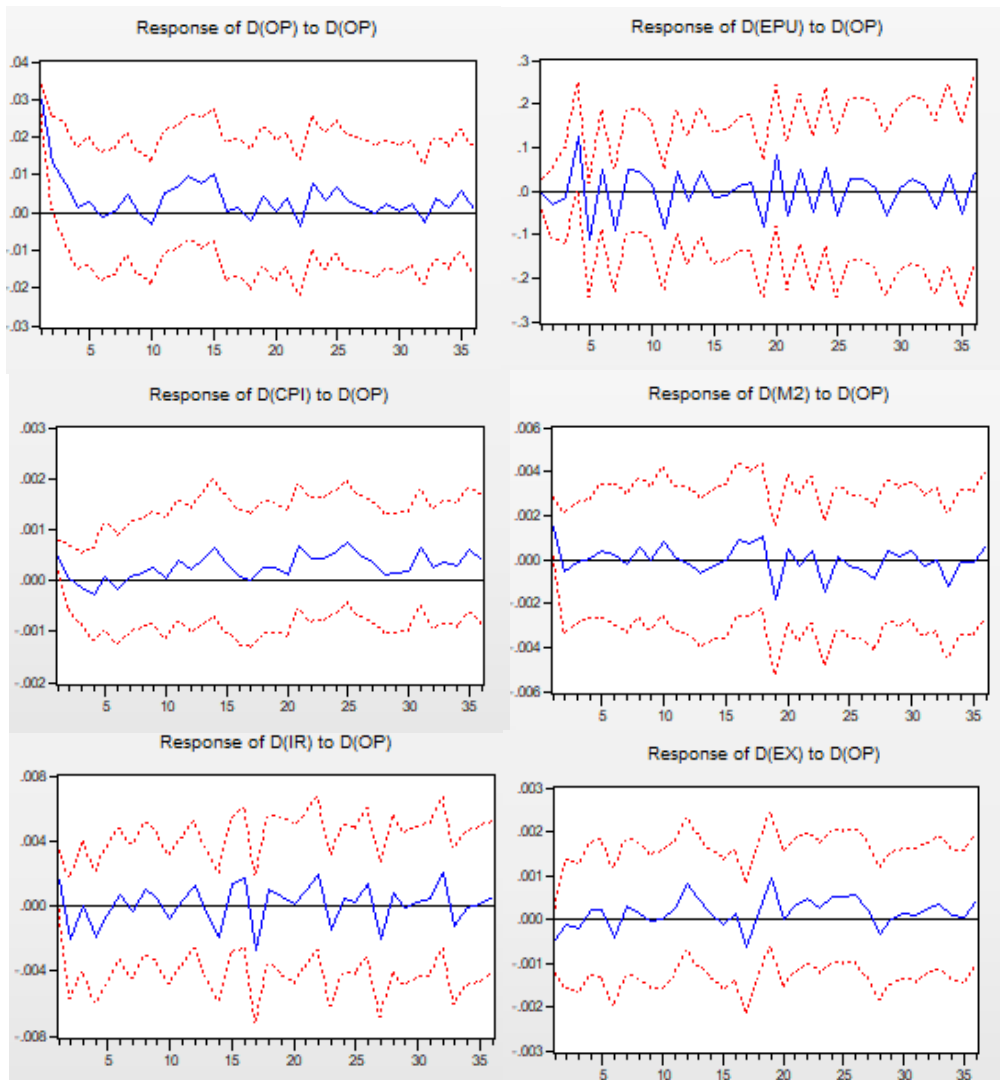
**Hình 2.** Phản ứng của giá cổ phiếu trước các cú sốc

Phản ứng của VN-Index trước cú sốc của chính sách tiền tệ trong nước thông qua cung tiền, lãi suất ngắn hạn, giá cả cho thấy một sự tăng lên của cung tiền M2 dẫn đến một sự gia tăng trong giá cổ phiếu và đạt mức cao nhất vào tháng thứ hai sau cú sốc (0,014). Mỗi quan hệ cùng chiều giữa cung tiền và giá cổ phiếu phù hợp với kết quả nghiên cứu của Chen (2007), Dương Ngọc Mai Phương và cộng sự (2015). Mặt khác, một cú sốc của tỷ giá hối đoái EX cũng ảnh hưởng đến giá cổ phiếu ở Việt Nam. Cụ thể, khi tỷ giá hối đoái tăng lên làm giá cổ phiếu giảm, ngay sau đó tăng dần lên đến tháng thứ hai sau khi cú sốc xảy ra. Kết quả phản ứng ngược chiều của giá cổ phiếu ở Việt Nam trước một sự tăng lên không mong đợi của tỷ giá hối đoái cũng được đề cập trong nghiên cứu của Ibrahim và Yusoff (2001). Tuy nhiên, khi xem xét phản ứng của giá cổ phiếu trước cú sốc của lãi suất ngắn hạn, kết quả lại cho thấy giá cổ phiếu có phản ứng nhưng không có ý nghĩa thống kê. Kết quả cũng tìm thấy tương tự khi xem xét phản ứng của giá cổ phiếu trước cú sốc của giá cả.



**Hình 3.** Phản ứng của các biến trước cú sốc của EPU

Phản ứng của các biến trong mô hình khi có cú sốc EPU xảy ra được thể hiện trong Hình 3. Trước cú sốc của EPU, OP bị ảnh hưởng theo hướng cùng chiều, tức khi EPU tăng sẽ làm giá dầu tăng lên ngay từ tháng đầu tiên khi bắt đầu cú sốc, và đạt đỉnh vào tháng thứ hai (0,032), sau đó giảm dần ở những tháng tiếp theo. Phản ứng có ý nghĩa thống kê đến tháng thứ ba sau khi cú sốc xảy ra. Ngoài ra, lãi suất IR cũng bị ảnh hưởng bởi cú sốc của EPU, theo đó, IR tăng, sau đó giảm mạnh đến tháng thứ hai sau cú sốc. Bên cạnh đó, giá cổ phiếu cũng bị ảnh hưởng trước cú sốc của EPU, cụ thể, sau khi cú sốc xảy ra, SP giảm, ngay sau đó tăng mạnh, tuy nhiên phản ứng chỉ có ý nghĩa thống kê trong 2 tháng đầu sau cú sốc. Như vậy, khi có cú sốc của EPU xảy ra, các biến OP, IR và SP lần lượt chịu ảnh hưởng.



**Hình 4.** Phản ứng của các biến trước cú sốc của OP

Khi có cú sốc giá dầu xảy ra (Hình 4), ngoài biến giá cổ phiếu SP, các biến trong chính sách tiền tệ ở Việt Nam có phản ứng là M2 và CPI. Theo đó, khi cú sốc giá dầu xảy ra, cả M2 và CPI cùng phản ứng tăng, ngay sau đó giảm dần sau cú sốc.

**Bảng 4**

Dự báo phân rã phương sai của giá cổ phiếu

| Kỳ | EPU  | OP   | CPI  | M2   | IR  | EX   | SP   |
|----|------|------|------|------|-----|------|------|
| 1  | 13,5 | 9,9  | 0,2  | 4,0  | 0,3 | 12,6 | 59,3 |
| 3  | 12,5 | 13,0 | 5,9  | 13,7 | 3,6 | 11,8 | 39,5 |
| 6  | 13,6 | 16,7 | 8,3  | 13,3 | 4,6 | 11,3 | 32,0 |
| 12 | 13,5 | 13,7 | 11,4 | 12,2 | 4,6 | 16,3 | 28,2 |
| 24 | 13,0 | 11,6 | 10,0 | 18,2 | 8,8 | 16,6 | 21,6 |
| 36 | 14,2 | 13,0 | 9,7  | 17,1 | 9,2 | 15,9 | 20,7 |

Bảng 4 mô tả sự đóng góp của các biến được xem xét trong mô hình đối với sự biến động của giá cổ phiếu thông qua phân rã phương sai của biến này. Kết quả cho thấy giá cổ phiếu trong tháng đầu tiên chịu tác động chủ yếu từ cú sốc của chính nó (59,3%). Ngoài ra, biến EPU (13,5%), OP (9,9%) và tỷ giá hối đoái EX (12,6%) cũng giải thích đáng kể sự thay đổi của giá cổ phiếu trong nước. Ở các tháng sau đó, phần lớn biến động của giá cổ phiếu được giải thích nhiều hơn bởi sự thay đổi của EPU, OP, EX, M2 và bắt đầu rõ hơn từ tháng thứ ba trở đi, cụ thể, cú sốc EPU giải thích 14%, giá dầu giải thích 13% và cung tiền giải thích 17,1% sự thay đổi của giá cổ phiếu ở tháng thứ 36. Cú sốc quan trọng nhất trong việc giải thích sự biến động của giá cổ phiếu vẫn là chính nó, tuy nhiên, tỷ lệ này đã giảm dần ở tháng thứ ba (39,5%), và đến tháng thứ 36, cú sốc giá cổ phiếu chỉ còn giải thích 20,7% sự thay đổi của chính nó. Sự đóng góp của cú sốc cung tiền M2 đến biến động của giá cổ phiếu tăng dần lên ở tháng thứ ba (13,7%) và đạt cao nhất vào tháng thứ 24 khi giải thích đến 18,2% sự biến động của giá cổ phiếu. Kết quả tương tự cũng được tìm thấy giống hàm phản ứng khi các biến khác được xem xét trong mô hình như giá cả và lãi suất ngắn hạn trong nước; các biến này không phải là quá quan trọng trong việc giải thích sự biến động của giá cổ phiếu; tuy nhiên, sự đóng góp của các biến này đối với sự thay đổi của giá cổ phiếu trong dài hạn lớn hơn trong ngắn hạn.

Như vậy, kết quả thực nghiệm cho thấy sự điều chỉnh trong chính sách kinh tế thể giới và chính sách tiền tệ trong nước đóng vai trò quan trọng nhất định trong việc giải thích sự biến động của giá cổ phiếu ở Việt Nam.

## 5. Kết luận

Nghiên cứu thực hiện phân tích phản ứng của giá cổ phiếu đối với cú sốc về biến động chính sách kinh tế thế giới và chính sách tiền tệ ở Việt Nam trong giai đoạn 2008–2017. Sử dụng SVAR với các ràng buộc trong ngắn hạn cho dữ liệu tháng, nghiên cứu đã tìm thấy sự phản ứng nhanh và tức thời của chỉ số VN-Index đến biến động của chính sách kinh tế thế giới và sự phản ứng này thể hiện biến động rất lớn, tăng và giảm khó lường của thị trường chứng khoán. Nhìn chung, bất ổn kinh tế thế giới đóng góp vào khoảng 13% vào biến động trong chỉ số chứng khoán Việt Nam và mức ảnh hưởng này khá ổn định trong vòng 36 tháng. Phản ứng của giá cổ phiếu đối với cú sốc giá dầu (cú sốc cung) là nghịch chiều và có ý nghĩa thống kê cho đến tháng thứ hai sau cú sốc, kết quả này cho biết khi giá dầu tăng lên sẽ làm cho giá cổ phiếu trong nước giảm xuống và ngược lại. Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng các cú sốc của chính sách tiền tệ thể hiện qua sự thay đổi trong cung tiền M2 và tỷ giá hối đoái cũng có tác động cùng chiều đến giá chứng khoán và có ý nghĩa thống kê đến tháng thứ hai sau cú sốc. Cụ thể, khi cung tiền và tỷ giá tăng (đồng nội tệ mất giá), thể hiện chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ làm cho giá cổ phiếu trên thị trường trong nước tăng lên, và tăng mạnh nhất ở tháng thứ hai, tuy nhiên, phản ứng của giá cổ phiếu đối với các biến còn lại không có ý nghĩa thống kê trong suốt thời gian dự báo. Ngoài ra, phân tích phân rã phương sai cho thấy giá cổ phiếu chịu sự tác động phần lớn bởi chính nó và cú sốc từ bất ổn kinh tế thế giới, giá dầu thế giới; trong khi đó, tỷ giá hối đoái và cung tiền M2 là hai yếu tố quan trọng trong chính sách tiền tệ giải thích sự thay đổi của giá chứng khoán. Như vậy, phản ứng của giá cổ phiếu đối với cú sốc chính sách tiền tệ là nhỏ và mức độ tác động chỉ trong thời gian ngắn, kết quả này phù hợp với nghiên cứu ở các nền kinh tế nhỏ mở của Li và cộng sự, 2010).

Kết quả nghiên cứu này đã gợi mở một số hàm ý chính sách quan trọng. Thứ nhất, phản ứng nhanh và tức thời của VN-Index trước hai cú sốc ngoại sinh (bất ổn kinh tế thế giới và giá dầu thế giới) cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam ngày càng trở nên nhạy cảm đối với tình hình thế giới trong giai đoạn hội nhập và tự do hóa tài chính. Đặc biệt, sự điều chỉnh và những bất ổn trong chính sách kinh tế của các quốc gia phát triển và nền kinh tế lớn có tầm ảnh hưởng ở Mỹ, châu Âu và cả châu Á có thể đã tác động không nhỏ đến tâm lý nhà đầu tư làm cho dòng vốn ngoại biến động, từ đó, gia tăng mức biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam. Ngoài ra, là một nền kinh tế có độ mở thương mại cao, đặc biệt thuộc nhóm xuất khẩu nhiên liệu, thị trường Việt Nam cũng chịu ảnh hưởng mạnh từ những cú sốc về giá năng lượng, dẫn đến những bất ổn trong kinh tế vĩ mô và thị trường tài chính. Thứ hai, kết quả cho thấy những cú sốc ngoại sinh này xuất hiện tức thời nhưng tồn tại trong thời gian ngắn (hai tháng), có thể được giải thích bằng sự can thiệp hữu hiệu bằng công cụ phù hợp của chính sách tiền tệ. Vì thị trường chứng khoán phản ứng với biến cung tiền và tỷ giá (theo kết quả hàm phản ứng đẩy) dẫn đến hàm ý rằng kênh giá tài sản sẽ giúp phát huy tác dụng trong truyền dẫn chính sách tiền tệ, từ đó, giúp ổn định thị trường, kích thích đầu tư và kéo theo thúc đẩy tăng trưởng ■

---

### Tài liệu tham khảo

- Abhyankar, A., Xu, B., & Wang, J. (2013). Oil price shocks and the stock market: Evidence from Japan. *The Energy Journal*, 34(2), 199–222.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economic*, 131(4), 1593–1636.

- Bùi Kim Yến, & Nguyễn Thái Sơn. (2014). Sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam dưới ảnh hưởng của các nhân tố kinh tế vĩ mô. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 16(26), 3–10.
- Camen, U. (2006). Monetary policy in Vietnam: The case of a transition country. *Monetary policy in Asia: Approaches and implementation*, 31. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap31t.pdf>
- Chen, S. S. (2007). Does monetary policy have asymmetric effects on stock returns? *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(2/3), 667–688.
- Ciner, C. (2001). Energy shocks and financial markets: Nonlinear linkages. *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, 5(3), 1–11.
- Dương Ngọc Mai Phương, Vũ Thị Phương Anh, Đỗ Thị Trúc Đào, & Nguyễn Hữu Tuấn. (2015). Tác động của chính sách tiền tệ đến thị trường chứng khoán: Bằng chứng tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 25(35), 3–13.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Filis, G. (2010). Macro economy, stock market and oil prices: Do meaningful relationships exist among their cyclical fluctuations? *Energy Economics*, 32(4), 877–886.
- Ibrahim, M. H., & Yusoff, W. S. W. (2001). Macroeconomic variables, exchange rate and stock price: A Malaysian perspective. *IIUM Journal of Economics and Management*, 9(2), 141–163.
- Jones, C. M., & Kaul, G. (1996). Oil and the stock markets. *The Journal of Finance*, 51(2), 463–491.
- Leelahaphan, T. (2009). Monetary policy, exchange rate and Asian stock markets. *Paper presented at the Singapore Economic Review Conference*. Retrieved from [https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db\\_name=serc2009&paper\\_id=133](https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=serc2009&paper_id=133)
- Li, Y. D., Işcan, T. B., & Xu, K. (2010). The impact of monetary policy shocks on stock prices: Evidence from Canada and the United States. *Journal of International Money and Finance*, 29(5), 876–896.
- Liu, L., & Zhang, T. (2015). Economic policy uncertainty and stock market volatility. *Finance Research Letters*, 15, 99–105.
- Mishkin, F. S. (2007). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* (8<sup>th</sup> ed.). Boston, MA: Pearson education.
- Nandha, M., & Faff, R. (2008). Does oil move equity prices? A global view. *Energy Economics*, 30(3), 986–997.
- Nazlioglu, S., Gormus, A., & Soytas, U. (2018). Oil prices and monetary policy in emerging markets: Structural shifts in causal linkages. *Emerging Markets Finance and Trade* (Just-accepted).

- Neri, S. (2004). Monetary policy and stock prices: Theory and evidence. *Temi di discussione (Economic working papers, No. 513)*.
- Nguyễn Minh Kiều, & Nguyễn Văn Điệp. (2013). Quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và biến động thị trường chứng khoán: Bằng chứng nghiên cứu từ thị trường Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Khoa học và Công nghệ*, 6(3), 86–100.
- Ozdagli, A. K., & Yu, Y. (2011). Monetary policy shocks and stock returns: Identification through impossible trinity. *Midwest Finance Association 2012 Annual Meetings Paper*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1928614> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1928614>
- Park, K., & Ratti, R. A. (2000). Real activity, inflation, stock returns, and monetary policy. *Financial Review*, 35(2), 59–78.
- Pastor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *The Journal of Finance*, 67(4), 1219–1264.
- Pastor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520–545.
- Pennings, S. (2011). The impact of monetary policy on financial markets in small open economies: More or less effective during the global financial crisis. *Journal of Macroeconomics*, 44, 60–70.
- Pirovano, M. (2012). Monetary policy and stock prices in small open economies: Empirical evidence for the new EU member states. *Economic Systems*, 36(3), 372–390.
- Thân Thị Thu Thủy, & Võ Thị Thùy Dương. (2015). Sự tác động của các nhân tố vĩ mô đến các chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 24(34), 59–67.
- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. (2009). *Hội thảo “Thị trường chứng khoán Việt Nam hậu khủng hoảng tài chính thế giới – Cơ hội và thách thức”*. Truy cập ngày 10/6/2018, từ [http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/vi/vilinks/videtail/vichitietthongtinthitruong/vidsthongtintrenhose/vidstintuchose/vichitiet120?dDocName=APPSSCGOVVN162071640&\\_afLoop=29908573189118794&\\_afWindowMode=0&\\_afWindowId=null#%40%3F\\_afWindowId%3Dnull%26\\_afLoop%3D29908573189118794%26dDocName%3DAPPSSCGOVVN162071640%26\\_afWindowMode%3D0%26\\_adf.ctrl-state%3Dyffeci6ek\\_112](http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/vi/vilinks/videtail/vichitietthongtinthitruong/vidsthongtintrenhose/vidstintuchose/vichitiet120?dDocName=APPSSCGOVVN162071640&_afLoop=29908573189118794&_afWindowMode=0&_afWindowId=null#%40%3F_afWindowId%3Dnull%26_afLoop%3D29908573189118794%26dDocName%3DAPPSSCGOVVN162071640%26_afWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dyffeci6ek_112)
- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. (2017). *UBCKNN tổ chức Hội nghị tổng kết công tác năm 2017 và chương trình công tác năm 2018*. Truy cập ngày 06/3/2018, từ [http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/vi/vilinks/videtail/vichitietintuc/vidshoatdongkyniem/vichitiet116?dDocName=APPSSCGOVVN162117003&\\_afLoop=29908753169713794&\\_afWindowMode=0&\\_afWindowId=null#%40%3F\\_afWindowId%3Dnull%26\\_afLoop%3D29908753169713794%26dDocName%3DAPPSSCGOVVN162117003%26\\_afWindowMode%3D0%26\\_adf.ctrl-state%3Dyffeci6ek\\_129](http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/vi/vilinks/videtail/vichitietintuc/vidshoatdongkyniem/vichitiet116?dDocName=APPSSCGOVVN162117003&_afLoop=29908753169713794&_afWindowMode=0&_afWindowId=null#%40%3F_afWindowId%3Dnull%26_afLoop%3D29908753169713794%26dDocName%3DAPPSSCGOVVN162117003%26_afWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dyffeci6ek_129)
- Vo, X. V., & Nguyen, P. C. (2017). Monetary Policy Transmission in Vietnam: Evidence from a VAR Approach. *Australian Economic Papers*, 56(1), 27–38.

Zare, R., Azali, M., & Habibullah, M. (2013). *The reaction of stock prices to monetary policy shocks in Malaysia: A structural vector autoregressive model*. Retrieved from [http://www.ircconferences.com/\\_admin/pages\\_files/27/The%20Reaction%20of%20Stock%20Prices%20to%20Monetary%20Policy%20Shocks%20in%20Malaysia%3B%20A%20Structural%20Vector%20Autoregressive%20Model.pdf](http://www.ircconferences.com/_admin/pages_files/27/The%20Reaction%20of%20Stock%20Prices%20to%20Monetary%20Policy%20Shocks%20in%20Malaysia%3B%20A%20Structural%20Vector%20Autoregressive%20Model.pdf)