

Chính sách tiền tệ và thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam

TRẦN THỊ HẢI LÝ

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - hailyth@ueh.edu.vn

Ngày nhận:

06/05/2015

Ngày nhận lại:

16/05/2015

Ngày duyệt đăng:

01/06/2015

Mã số:

0515-G19-V05

Tóm tắt

Nghiên cứu này xem xét ảnh hưởng của chính sách tiền tệ lên thanh khoản của thị trường chứng khoán VN giai đoạn từ tháng 9/2007–11/2014. Chuỗi thời gian của thanh khoản toàn thị trường được xác định từ dữ liệu thanh khoản theo tháng của 643 công ty trong giai đoạn nói trên. Hai biến số của chính sách tiền tệ gồm tăng trưởng cung tiền và lãi suất liên ngân hàng được sử dụng trong các mô hình VAR với bốn thước đo khác nhau cho thanh khoản của thị trường. Kết quả nghiên cứu cho thấy những thay đổi ngoài kì vọng của hai biến số thuộc chính sách tiền tệ không có ảnh hưởng nào có ý nghĩa lên thanh khoản thị trường. Trong khi đó, những cú sốc dương trong tỉ suất sinh lợi của thị trường, lạm phát và tăng trưởng sản lượng công nghiệp góp phần cải thiện thanh khoản. Ngoài ra, biến động thị trường có ảnh hưởng nhưng không nhất quán về dấu ở các thước đo thanh khoản.

Abstract

This study investigates the impact of monetary policy on liquidity of Vietnam's stock market from September 2007 to November 2014. Time series of liquidity are determined by monthly liquidity data for 643 enterprises in the surveyed period. Two variables of the monetary policy, including growth in money supply and interbank rate, are employed in VAR model along four different measures of market liquidity. The results show that unexpected variance in the two monetary policy variables has no significant impact on the market liquidity, which, in turn, may be improved by the positive shocks in market returns, inflation, and growth in industrial output. Market variance does produce certain effects, but discrepancies occur in the signs of the liquidity measures.

Từ khóa:

Thanh khoản, chính sách tiền tệ.

Keywords:

Liquidity, monetary policy.

1. Giới thiệu

Các nghiên cứu về thanh khoản trước đây chủ yếu tập trung vào: Phát triển các thước đo thanh khoản từ các thị trường chứng khoán phát triển cho đến các thị trường mới nổi; xem xét liệu thanh khoản có phải là thành phần rủi ro trong các mô hình định giá tài sản hay không; và các nhân tố nào quyết định tính thanh khoản của thị trường.

Tính thanh khoản ở cấp độ thị trường ngày càng được chú trọng hơn, nhất là những cú sốc xảy ra đối với tình hình thanh khoản thị trường trong hai thập niên trở lại đây. Rõ ràng vì tầm quan trọng của thanh khoản đối với hiệu quả của thị trường tài chính và sự hưng thịnh của nền kinh tế nên các nhà điều hành thường có những động thái trong chính sách để qua đó tác động lên thanh khoản (Chordia & cộng sự, 2008). Những nghiên cứu gần đây đã tập trung nhiều hơn vào dữ liệu chuỗi thời gian ở cấp độ thị trường. Qua đó xem xét các nhân tố ảnh hưởng lên thanh khoản ở cấp độ vĩ mô như lạm phát, tăng trưởng và chính sách tiền tệ (Brunnermeier & Pedersen, 2009; Fernández-Amador & cộng sự, 2013; Chordia & cộng sự, 2005; Woon Gyu & David, 2006; và Goyenko & Ukhov, 2009).

Ở VN, một số tác giả xem xét thanh khoản ở cấp độ thị trường (Đỗ Đức Minh, 2010; Nguyễn Thanh Phong, 2012) phát hiện thanh khoản thị trường chứng khoán VN không cao. Tuy nhiên, nghiên cứu một cách xuyên suốt ảnh hưởng của các biến số thuộc chính sách tiền tệ lên thanh khoản vẫn chưa được chú trọng. Rõ ràng ở nhiều quốc gia trên thế giới, chính sách tiền tệ có những ảnh hưởng tức thời lên thanh khoản của cả thị trường. Theo đó, một động thái của ngân hàng trung ương trong việc điều hành lãi suất và cung tiền ngay lập tức làm thay đổi thanh khoản (Jawadi & cộng sự, 2010). Vì thế Cục Dự trữ Liên bang Mỹ hay Ngân hàng Trung ương châu Âu thường sử dụng mạnh các công cụ chính sách tiền tệ để cải thiện thanh khoản hoặc hạn chế sự cạn kiệt thanh khoản của thị trường khi có những bất ổn tài chính xảy ra. Tuy vậy, các quốc gia khác nhau có những quy định về việc nhà đầu tư được sử dụng tài khoản ký quỹ, hay cho phép các tổ chức tín dụng tài trợ cho hoạt động đầu tư chứng khoán của các nhà đầu tư. Điều này dẫn đến tác động chính sách có thể khác nhau ở từng thị trường. Cụ thể hơn, quy định của Ngân hàng Nhà nước VN đối với hoạt động tài trợ vốn cho đầu tư chứng khoán có nét đặc thù, chẳng hạn như quy định các tổ chức tín dụng chỉ được cho vay không vượt quá 20% vốn điều lệ, và hoạt động giao dịch ký quỹ cũng mới được áp dụng gần đây. Do đó, việc tiến hành nghiên cứu ảnh hưởng của chính sách tiền tệ lên thanh khoản của thị trường VN trong bối cảnh thực thi chính

sách tiền tệ có tính đặc thù này là cần thiết. Kết quả của nghiên cứu này giúp làm rõ tính hiệu quả của chính sách tiền tệ lên thanh khoản nhằm đưa ra những khuyến nghị chính sách.

2. Lí thuyết về thanh khoản và ảnh hưởng của chính sách tiền tệ lên thanh khoản

2.1. Thanh khoản của thị trường chứng khoán

Thanh khoản là một khái niệm trừu tượng, với nhiều cách định nghĩa khác nhau. Hiểu một cách đơn giản nhất, thanh khoản là mức độ dễ dàng của việc giao dịch một chứng khoán nào đó. Hiểu một cách đúng với thực tế hơn, thị trường được xem là có thanh khoản cao khi mà các chi phí giao dịch tương ứng được tối thiểu hóa. Các thành phần cấu thành nên tính thanh khoản bao gồm: Chi phí tìm kiếm đối tác giao dịch, chi phí rủi ro tồn đọng do trì hoãn giao dịch, rủi ro lựa chọn đối nghịch, và các rủi ro do bất hoàn hảo thị trường (Kyle, 1985).

Dựa trên lập luận này, nhiều tác giả đã phát triển các thước đo thanh khoản khác nhau, và mỗi thước đo tập trung khai thác một khía cạnh trong định nghĩa về thanh khoản. Tiêu biểu như: Amihud (2002) đo lường thanh khoản bằng độ nhạy cảm của giá, Lesmond & cộng sự (1999) đo lường thanh khoản dựa trên tần suất ngày giao dịch có tỉ suất sinh lợi bằng 0, hay Roll (1984) đo lường thanh khoản dựa trên chênh lệch giá hỏi mua - chào bán.

2.2. Ảnh hưởng của chính sách tiền tệ lên thanh khoản

Các biến tiền tệ là những ứng viên đầu tiên có thể ảnh hưởng lên thanh khoản của chứng khoán. Brunnermeier & Pedersen (2009) cho thấy về phương diện lí thuyết, thị trường cổ phiếu được kì vọng sẽ thanh khoản hơn nếu những người tham gia thị trường có thể tiếp cận được nguồn tài trợ rẻ hơn để đầu tư hoặc khi họ nhận thức rủi ro của việc nắm giữ tài sản thấp hơn. Vì chính sách tiền tệ ảnh hưởng lên cả chi phí tài trợ và rủi ro mà nhà đầu tư nhận thức đối với các chứng khoán họ nắm giữ, nên chính sách tiền tệ sẽ ảnh hưởng lên thanh khoản của thị trường. Ở thị trường có quy định hạn chế về giao dịch kí quỹ, tính thanh khoản của các nguồn tài trợ và tài sản có mối quan hệ mật thiết với nhau. Các nhà giao dịch đối mặt với sự thiếu hụt về vốn rõ ràng gặp khó khăn trong việc đáp ứng các yêu cầu giao dịch kí quỹ, do đó họ không thể cung cấp thanh khoản cho thị trường.

Theo hướng lập luận này, chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ giúp cải thiện thanh khoản của thị trường và ngược lại. Fernández-Amado & cộng sự (2013) kiểm định giả thiết chính sách tiền tệ là một trong những nhân tố gây ảnh hưởng lên tính thanh khoản của thị trường chứng khoán và dựa trên các nghiên cứu lí thuyết về vấn đề tồn đọng để giải thích cho giả thiết nghiên cứu. Theo đó, khi áp lực cung trên thị trường quá lớn, các nhà tạo lập thị trường sẽ tiến hành mua vào chứng khoán để tạo thanh khoản. Tuy nhiên, do rủi ro biến động giá có thể xảy ra trong thời gian nắm giữ chứng khoán cho đến khi nhà tạo lập tìm được đối tác để cân bằng lại vị thế, nên nhà tạo lập thị trường sẽ đòi hỏi một phần bù rủi ro; do đó, chi phí tài trợ vốn cho việc nắm giữ tài sản càng cao thì phần bù này càng lớn. Theo lí thuyết này, chứng khoán sẽ trở nên thanh khoản hơn nếu các thành viên tham gia thị trường có thể sử dụng nguồn tài trợ rẻ cho danh mục của họ và nhìn nhận thị trường dưới quan điểm là rủi ro thấp. Vì chính sách tiền tệ tác động trực tiếp lên chi phí của nguồn vốn và quan điểm rủi ro của thị trường nên chính sách tiền tệ ắt hẳn phải có tác động lên tính thanh khoản. Từ kết quả thực nghiệm, Fernández-Amador & cộng sự (2013) chỉ ra chính sách tiền tệ mở rộng làm giảm đi các giới hạn trong việc vay vốn và do đó tạo ra tính thanh khoản cho dòng vốn chảy vào thị trường, kéo theo sự cải thiện trong thanh khoản của thị trường tài sản.

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm khác cũng tìm thấy các kết quả ủng hộ cho chính sách tiền tệ nới lỏng (thắt chặt) làm tăng (giảm) thanh khoản của thị trường. Chordia & cộng sự (2001) phân tích sự thay đổi tăng trong lãi suất ngắn hạn của quỹ liên bang làm sụt giảm thanh khoản của thị trường. Chordia & cộng sự (2005) cũng tìm thấy chính sách tiền tệ mở rộng làm gia tăng thanh khoản của thị trường và sự gia tăng ngoài kì vọng của lãi suất Cục Dự trữ Liên bang đưa đến sự sụt giảm trong thanh khoản. Goyenko & Ukhov (2009) hàm ý chính sách thắt chặt tiền tệ dự báo sự tăng lên trong tính kém thanh khoản của thị trường. Tuy nhiên, Woon Gyu & David (2006) chỉ ra các cú sốc trong các biến tiền tệ không có ảnh hưởng lên thanh khoản của thị trường Nhật. Trong khi đó, các cú sốc từ thanh khoản lại tác động lên các biến số của chính sách tiền tệ và các biến số vĩ mô khác.

Như vậy, phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm trước đây ủng hộ cho chính sách tiền tệ thắt chặt làm xấu đi tình hình thanh khoản của thị trường và ngược lại. Tuy nhiên, bằng chứng này có thể tìm thấy ở thị trường VN hay không bởi thực tế Ngân hàng Nhà nước VN có những quy định khá đặc thù đối với hoạt động cho vay đầu tư chứng khoán chẳng hạn như quy định các tổ chức tín dụng chỉ được cho vay không vượt quá 20% vốn điều lệ cho hoạt động này và hoạt động giao dịch kí quỹ cũng chỉ

mới được áp dụng gần đây. Vì thế, việc tiến hành nghiên cứu ảnh hưởng của chính sách tiền tệ lên thanh khoản của thị trường VN để trả lời cho câu hỏi trên là thật sự cần thiết.

Bên cạnh các biến số của chính sách tiền tệ, các biến kinh tế vĩ mô khác và các biến thị trường sau đây cũng được tìm thấy là có ảnh hưởng lên thanh khoản của thị trường:

Sản lượng công nghiệp

Eisfeldt (2004) cho rằng một nền kinh tế có năng suất cao sẽ dẫn đến việc đầu tư vào các tài sản rủi ro cao hơn và vì thế các giao dịch tái cân bằng danh mục diễn ra thường xuyên hơn, qua đó làm giảm rủi ro lựa chọn đối nghịch và cải thiện thanh khoản. Trên góc độ thực nghiệm, các học giả gần đây cũng tìm thấy thanh khoản có quan hệ với các điều kiện kinh tế vĩ mô (Woon Gyu & David, 2006; và Fernandez-Amador & cộng sự, 2013).

Lạm phát

Lạm phát được kì vọng có ảnh hưởng bất lợi lên thanh khoản bởi một cú sốc dương trong lạm phát tăng có thể gia tăng nhận thức về rủi ro của các nhà giao dịch. Goyenko & Ukhov (2009) tìm thấy CPI tác động nhân quả lên thanh khoản của cổ phiếu. Một cú sốc trong CPI làm tăng mức độ kém thanh khoản của thị trường. Các tác giả cho rằng tác động này thể hiện một sự gia tăng trong chi phí xử lý lệnh và nắm giữ tồn kho do lạm phát được phản ánh vào trong chi phí giao dịch cao hơn. Alrabadi (2012) không tìm thấy bằng chứng về ảnh hưởng của lạm phát lên khoảng chênh lệch giá nhưng lại làm tăng độ sâu và khối lượng giao dịch. Fernandez-Amador & cộng sự (2013) cũng tìm thấy kết quả không thật sự nhất quán về ảnh hưởng của lạm phát kì trước lên thanh khoản cổ phiếu. Theo đó, lạm phát tăng làm tăng các thước đo mức độ ảnh hưởng của giá, làm giảm khối lượng giao dịch (nghĩa là giảm thanh khoản), nhưng lại làm tăng tỉ lệ luân chuyển (tăng thanh khoản).

Tỉ suất sinh lợi

Từ góc độ hợp lí, các tác giả cho rằng thanh khoản có ảnh hưởng lên tỉ suất sinh lợi thông qua một phần bù lớn mà thị trường đòi hỏi khi chi phí giao dịch cao hơn (Amihud & Mendelson, 1986). Trong môi trường có sự hiện diện của nhà đầu tư thiếu lí trí, Baker & Stein (2004) đã phát triển mô hình giải thích cho việc tại sao một sự gia tăng trong thanh khoản dự báo một tỉ suất sinh lợi thấp hơn ở cả cấp độ thị trường lẫn cổ phiếu. Watanabe (2004) báo cáo một sự cải thiện trong thanh khoản khi thị trường có một cú sốc tăng trong tỉ suất sinh lợi. Rhee & Wang (2009) tìm thấy ảnh hưởng của

tỉ suất sinh lợi khá nhất quán lên thanh khoản, tỉ suất sinh lợi làm giảm khoảng chênh lệch giá và độ nhạy cảm của giá nhưng lại làm tăng độ sâu cổ phiếu.

Độ biến động của tỉ suất sinh lợi

Độ biến động thể hiện cho khía cạnh rủi ro mà người cung cấp thanh khoản trên thị trường phải đối mặt. Benston & Hagerman (1974) chỉ ra độ biến động có thể ảnh hưởng lên thanh khoản dựa trên lập luận rằng độ biến động tăng hàm ý rủi ro tồn đọng tăng và do đó làm mở rộng khoảng chênh lệch giá chào bán và hỏi mua. Copeland & Galai (1983) cho thấy độ lệch chuẩn của tỉ suất sinh lợi có vai trò quan trọng trong việc làm thay đổi khoảng chênh lệch giá. Theo hướng ngược lại, thanh khoản sụt giảm có thể làm tăng mức độ biến động giá (Subrahmanyam, 1994). Xét về mặt thực nghiệm, Goyenko & Ukhov (2009) tìm thấy độ lệch chuẩn làm giảm thanh khoản. Chordia & cộng sự (2005) tìm thấy một cú sốc xảy ra trong độ lệch chuẩn làm tăng khoảng chênh lệch giá. Kale & Loon (2011) tìm thấy độ lệch chuẩn của tỉ suất sinh lợi cổ phiếu có tương quan dương với các thước đo kém thanh khoản. Lesmond (2005) tìm thấy độ biến động làm giảm thanh khoản ở các thị trường mới nổi. Trong khi đó Hearn & Piesse (2013) lại tìm thấy kết quả trái với kì vọng, độ biến động của tỉ suất sinh lợi nhìn chung là có tương quan âm với các thước đo kém thanh khoản.

3. Phương pháp và dữ liệu

3.1. Dữ liệu

Dữ liệu sử dụng để tính các thước đo thanh khoản được thu thập từ Website của Công ty cổ phần chứng khoán FPT (FPTS). Các mức giá hỏi mua và chào bán được FPTS cung cấp bắt đầu từ tháng 1/2007. Tuy nhiên trong thời gian từ tháng 1 đến tháng 8/2007, các mức giá hỏi mua và chào bán không được báo cáo đầy đủ, phần lớn các mức giá chào bán không được báo cáo hoặc báo cáo nhỏ hơn mức giá hỏi mua, dẫn đến khoảng chênh lệch giá bị âm. Do đó các quan sát này được loại ra khỏi mẫu (1). Tiếp theo, loại những tháng có số ngày giao dịch nhỏ hơn 10 ngày trong tháng (2). Sau đó tiếp tục loại những công ty có số tháng nhỏ hơn 20 tháng trong giai đoạn từ tháng 9/2007 - 11/2014 (3). Mô tả mẫu được trình bày trong Bảng 1.

Bảng 1**Mẫu xác định các thước đo thanh khoản**

	Quy mô mẫu
Tổng số quan sát từ 1/2007 đến 11/2014	44.739
Chênh lệch giá âm (1)	-1.191
Số ngày trong tháng < 10 (2)	-303
Công ty có số tháng < 20 (25 công ty) (3)	-244
Mẫu cuối cùng	43.001
Số công ty trong mẫu	643

Đối với các biến số kinh tế vĩ mô, dữ liệu được thu thập từ cơ sở dữ liệu quốc gia của IMF, bao gồm: Cung tiền theo tháng, chỉ số CPI theo tháng, lãi suất liên ngân hàng VN một tháng. Giá trị sản lượng công nghiệp hằng tháng được thu thập từ Tổng cục Thống kê.

3.2. Định nghĩa và xác định biến

Các nghiên cứu thực nghiệm sử dụng thước đo phổ biến dưới đây để đo lường thanh khoản (Marshall & cộng sự, 2013; Fong & cộng sự, 2014; Goyenko & Ukhov, 2009; Hameed & cộng sự, 2010; và Fernández-Amador & cộng sự, 2013).

Chênh lệch giá tương đối (Quos)

Thước đo tính kém thanh khoản này được tính như sau:

$$\text{Quos} = \frac{2 * (\text{Giá chào bán} - \text{giá hỏi mua})}{(\text{Giá chào bán} + \text{Giá hỏi mua})}$$

Khoảng chênh lệch giá tương đối này càng cao thể hiện chi phí thực hiện một vòng giao dịch càng lớn và do đó thị trường càng kém thanh khoản.

Tỉ lệ luân chuyển của cổ phiếu (Turnover)

Hệ số luân chuyển được xác định như sau:

$$\text{Turnover} = \frac{\text{Tổng giá trị giao dịch trong tháng}}{\text{Số lượng cổ phần đang lưu hành trung bình tháng}}$$

Thước đo kém thanh khoản của Amihud

Thước đo độ nhạy cảm của giá của Amihud (2002) được xác định như sau:

$$Amihud = 10^9 \cdot \frac{|R_{id}|}{V_{id}}$$

Trong đó:

R_{id} là mức thay đổi trong giá của chứng khoán thứ i trong ngày d . V_{id} là giá trị giao dịch của chứng khoán i vào ngày d .

Thước đo này dựa trên ý tưởng sử dụng độ nhạy cảm của giá để đo lường mức độ tác động của các giao dịch lên giá. Nếu giá cả nhạy cảm mạnh với giá trị giao dịch nghĩa là thị trường càng kém thanh khoản và ngược lại.

Tần suất ngày giao dịch có tỉ suất sinh lợi bằng 0 (Zeros)

Theo Lemond & cộng sự (1999), thước đo này được tính như sau:

$$\text{Zeros} = \frac{\text{Số ngày giao dịch có tỉ suất sinh lợi bằng 0 trong tháng } t}{\text{Tổng số ngày giao dịch trong tháng } t}$$

Chi phí giao dịch cao sẽ ngăn cản các nhà đầu tư tiến hành các giao dịch để khai thác thông tin riêng mà họ có, dẫn đến những cổ phiếu kém thanh khoản sẽ có tỉ lệ cao ngày giao dịch có tỉ suất sinh lợi bằng 0.

Đối với các thước đo theo ngày như Turnover, Amihud và Quos, tác giả tính trung bình giá trị của các ngày trong tháng để có dữ liệu thanh khoản tháng cho từng cổ phiếu. Sau đó tính trung bình cho tất cả các cổ phiếu tại tháng đó để được thanh khoản của toàn thị trường tại tháng đó. Zeros là dữ liệu tháng vì thế chỉ đơn giản lấy trung bình Zeros của các cổ phiếu để được Zeros của thị trường tại tháng đó.

Các biến tiền tệ và giả thuyết nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng tăng trưởng cung tiền M2 và lãi suất liên ngân hàng một tháng của trung bình các ngày trong tháng làm đại diện cho biến số của chính sách tiền tệ.

Đồng thuận với lập luận lí thuyết của Brunnermeier & Pedersen (2009), đó là thanh khoản thị trường sẽ gia tăng nếu những người tham gia thị trường có thể tiếp cận được nguồn tài trợ dễ dàng và ít tốn kém hơn. Cùng với kết quả từ các nghiên cứu thực nghiệm của Chordia & cộng sự (2001), Chordia & cộng sự (2005), Fernandez-Amador & cộng sự (2013) và các học giả khác. Vì thế giả thuyết nghiên cứu cho hai biến tiền tệ như sau:

Giả thuyết H1: Sự gia tăng ngoài kì vọng trong cung tiền dẫn đến sự gia tăng trong thanh khoản của thị trường.

Giả thuyết H2: Sự gia tăng ngoài kì vọng trong lãi suất làm giảm thanh khoản của thị trường.

Các biến vĩ mô

Tăng trưởng sản lượng công nghiệp được sử dụng để đo lường năng suất của nền kinh tế và những cú sốc dương trong tăng trưởng sản lượng công nghiệp được kì vọng tác động tích cực lên thanh khoản.

Lạm phát được đo bằng thay đổi của chỉ số giá tiêu dùng hàng tháng. Những cú sốc trong lạm phát được kì vọng ảnh hưởng ngược chiều lên thanh khoản.

Tỉ suất sinh lợi của thị trường được tính bằng tỉ suất sinh lợi tháng trung bình theo tỉ trọng bằng nhau của tất cả các cổ phiếu trong mẫu nghiên cứu. Những thay đổi ngoài kì vọng trong tỉ suất sinh lợi được kì vọng có ảnh hưởng cùng chiều lên thanh khoản của thị trường.

Độ biến động được đo bằng độ lệch chuẩn trung bình tháng của các cổ phiếu trong mẫu. Những cú sốc trong độ lệch chuẩn được kì vọng có tác động ngược chiều lên thanh khoản.

3.3. Mô hình

Lược khảo lí thuyết và kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy các biến số kinh tế vĩ mô và thước đo thanh khoản có ảnh hưởng qua lại lẫn nhau. Do đó, nghiên cứu này sẽ sử dụng hệ phương trình vectơ tự hồi quy (Vector Autoregression - VAR) để xem xét ảnh hưởng của các biến số này ở cấp độ thị trường với dữ liệu tháng. Mô hình VAR xem tất cả các biến đều nội sinh và được các nghiên cứu thanh khoản trước đây sử dụng (Chordia & cộng sự, 2005; Goyenko & Ukhov, 2005; Goyenko & Ukkhov, 2009; Fernández-Amador & cộng sự, 2013). Mô hình VAR trong nghiên cứu này bao gồm 6 biến nội sinh với p độ trễ được biểu diễn dưới dạng ma trận như sau:

$$y_t = c + A_1 \cdot y_{t-1} + A_2 \cdot y_{t-2} + \dots + A_p \cdot y_{t-p} + u_t$$

Trong đó: y_t là vectơ 6×1 các biến nội sinh, c là vectơ 6×1 các hằng số, A_i là ma trận hệ số $6 \times p$ và u_t là vectơ 6×1 các phần dư. Độ trễ p của từng mô hình VAR khác nhau được xác định riêng lẻ.

Để xem xét kết quả của mô hình VAR, hàm phản ứng xung và phân rã phương sai được sử dụng. Phân rã Cholesky được sử dụng để quan sát các cú sốc bất ngờ trong mỗi biến có ảnh hưởng đến các biến còn lại như thế nào và trong bao lâu. Với phân rã Cholesky, các biến được sắp xếp theo quy ước biến được xếp trước sẽ ảnh hưởng lên

biến sau nó. Kế thừa các nghiên cứu trước của Chordia & cộng sự (2005), Goyenko & Ukhov (2009) và Fernández-Amador & cộng sự (2013), trong nghiên cứu này các biến số vĩ mô (tăng trưởng kinh tế, lạm phát, và lãi suất (hoặc cung tiền) được đặt trước, tiếp theo là các biến số thị trường (độ lệch chuẩn và tỉ suất sinh lợi), và cuối cùng là biến đại diện cho thanh khoản.

Tác giả sử dụng các mô hình VAR khác nhau, tương ứng với bốn thước đo thanh khoản và hai biến chính sách tiền tệ. Trật tự các biến trong mô hình cụ thể như sau:

IIP LAMPHATIMF M2_CHANGE/DVNIBOR STD R LIQUIDITY

Trong đó: IIP là tăng trưởng của sản lượng công nghiệp, đại diện cho tăng trưởng của nền kinh tế. LAMPHATIMF là tỉ lệ lạm phát. M2_CHANGE là tăng trưởng cung tiền trong nền kinh tế. DVNIBOR thay đổi lãi suất liên ngân hàng bình quân một tháng. STD là độ biến động của thị trường chứng khoán. R là suất sinh lợi trung bình của thị trường. LIQUIDITY lần lượt là các biến đo lường thanh khoản bao gồm DQUOS, DLNAMIHUD, DZEROS và TURNOVER.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Tương quan của các chỉ số đo lường tính thanh khoản

Do thanh khoản là thước đo mang nhiều đặc tính mà không một đại diện nào riêng lẻ có thể nắm bắt được. Do vậy, đầu tiên thanh khoản cho thị trường chứng khoán VN được đo bằng các thước đo khác nhau do các học giả trước đây đề xuất. Lưu ý rằng ngoại trừ thước đo TURNOVER, là thước đo mang ý nghĩa thanh khoản, các thước đo còn lại mang ý nghĩa kém thanh khoản. Chúng ta kì vọng có mối quan hệ cùng chiều giữa các thước đo kém thanh khoản; và có mối quan hệ ngược chiều giữa các thước đo kém thanh khoản và TURNOVER.

Bảng 3 cho thấy tương quan giữa các thước đo thanh khoản, sử dụng tần suất dữ liệu tháng. Tương quan của các thước đo còn lại hoàn toàn nhất quán với kì vọng và có ý nghĩa thống kê.

Bảng 3

Tương quan giữa các thước đo thanh khoản

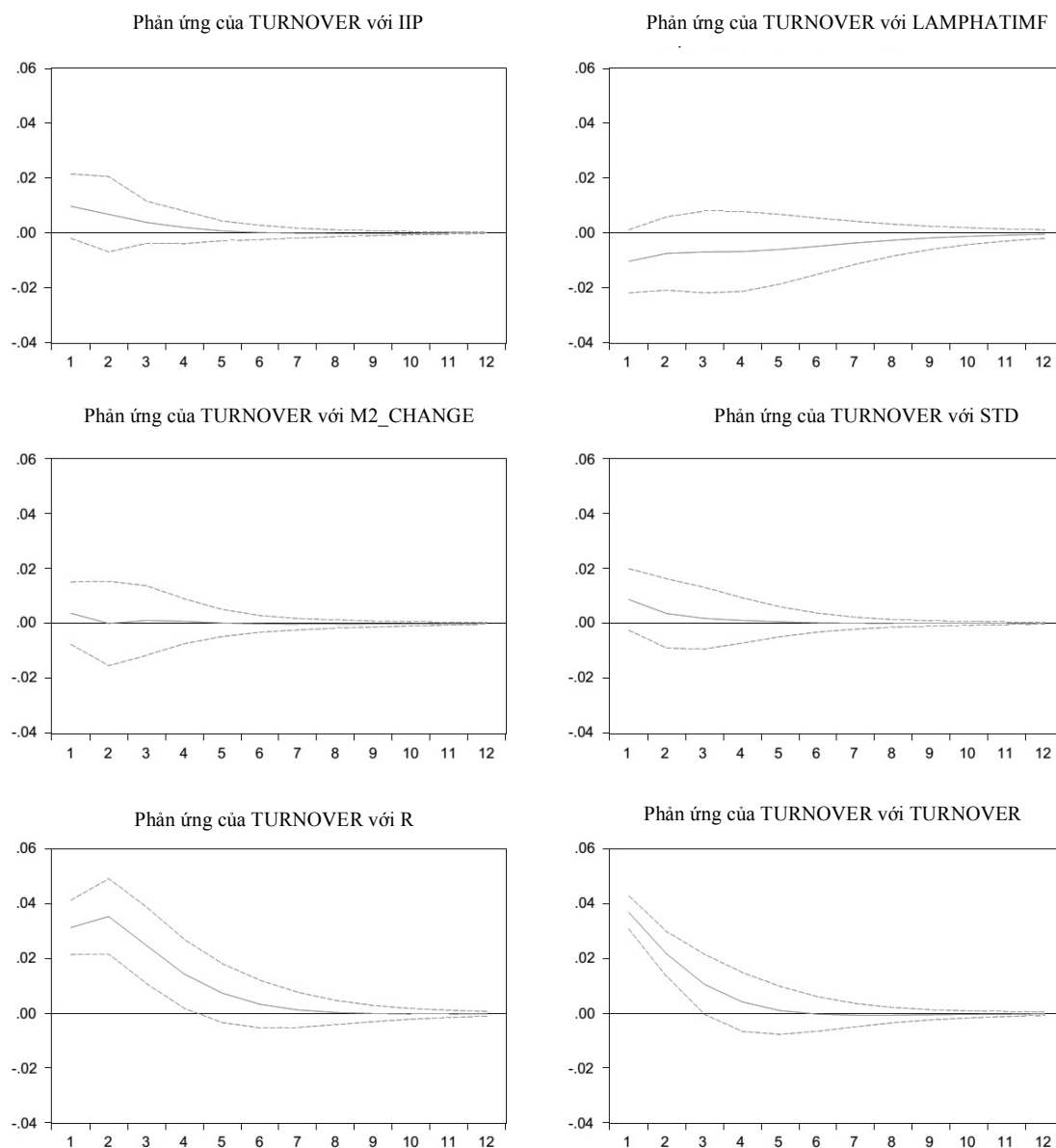
	QUOS	AMIHUĐ	ZEROS
AMIHUĐ	0,9394		
	0,0000		
ZEROS	0,9135	0,9435	
	0,0000	0,0000	
TURNOVER*	-0,6246	-0,5624	-0,5462
	0,0000	0,0000	0,0000

(*) Dữ liệu *TURNOVER* chỉ có đến 31/12/2013.**4.2. Kết quả thực nghiệm**

Kiểm định tính dừng cho thấy các biến dừng ở bậc gốc ngoại trừ QUOS, AMIHUĐ & ZEROS. Tác giả tiến hành lấy sai phân bậc một các chuỗi không dừng để thành các chuỗi dừng trước khi đưa vào ước lượng VAR. Tiếp theo, tác giả chọn độ trễ tối ưu dựa trên AIC (Akaike Information Criterion) và SIC (Schwars Information Criterion). Sau đó kiểm định tự tương quan của phần dư và tính ổn định của mô hình được thực hiện¹. Dưới đây nghiên cứu sẽ trình bày các kết quả từ ước lượng các mô hình VAR đã trình bày ở trên.

Chính sách tiền tệ và thanh khoản

Phần này trình bày phản ứng của các thước đo thanh khoản trước các cú sốc từ chính sách tiền tệ. Biến đại diện cho chính sách tiền tệ là cung tiền. Kết quả từ Hình 1 cho thấy sốc dương độ lệch chuẩn trong thay đổi của cung tiền không có tác động nào đáng kể lên *TURNOVER* ở bất cứ độ trễ nào. Điều tương tự cũng xảy ra đối với các thước đo thanh khoản khác như *DQUOS*, *DLNAMIHUĐ* và *DZEROS* như thể hiện trong Hình 2-4. Tác động của các cú sốc trong biến cung tiền lên các thước đo thanh khoản đều không có ý nghĩa trong khoảng giới hạn hai độ lệch chuẩn. Khi sử dụng lãi suất bình quân liên ngân hàng làm biến số đại diện cho chính sách tiền tệ thay cho cung tiền, các kết quả cũng hoàn toàn tương tự.



Hình 1. Phản ứng xung của TURNOVER

Các biến kinh tế vĩ mô và thanh khoản

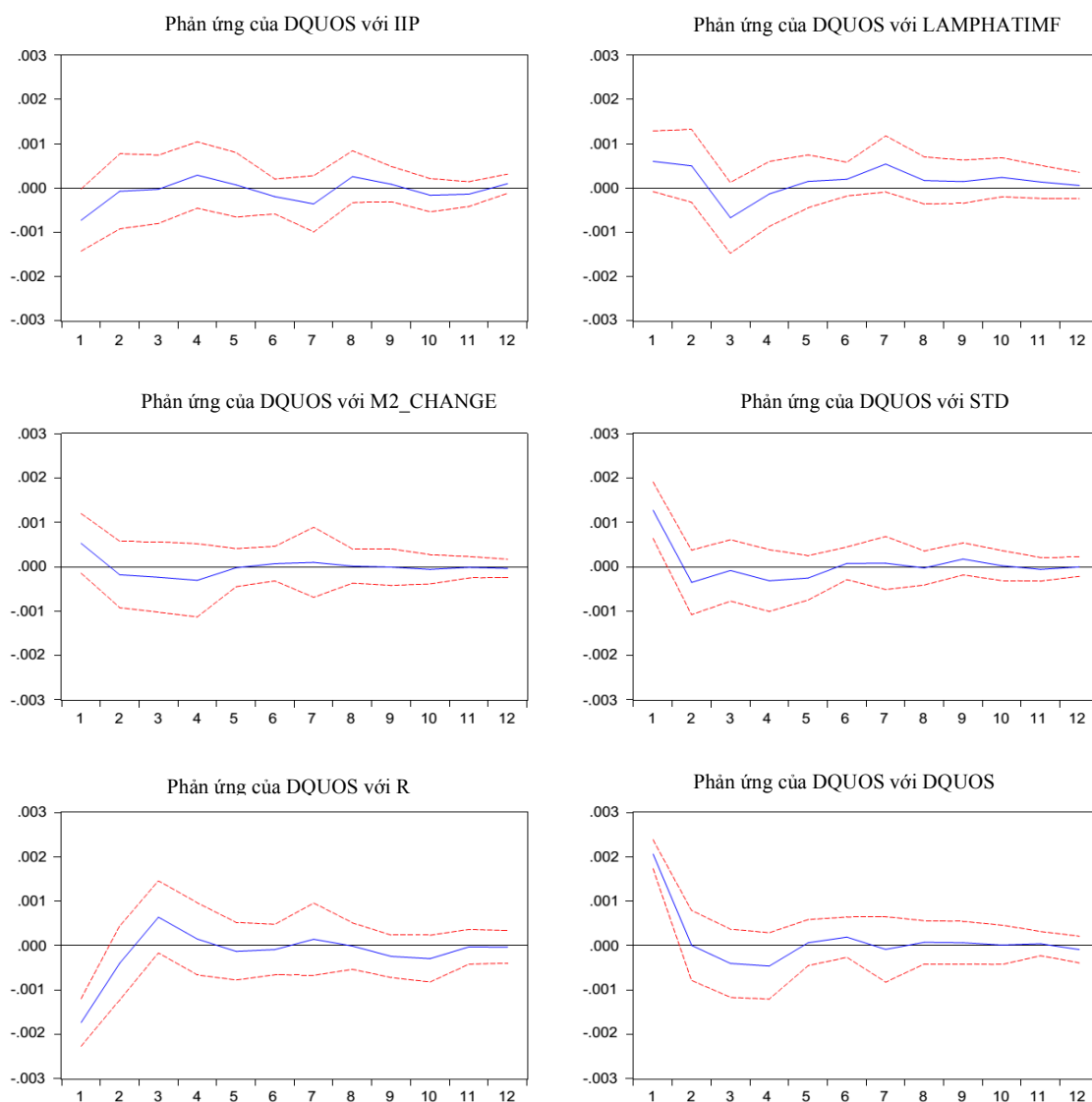
Hình 1 cho thấy một cú sốc tăng lên trong mức độ tăng trưởng sản lượng công nghiệp tạo ra phản ứng cùng chiều lên TURNOVER với độ tin cậy 95% ở độ trễ 1 tháng. Tuy nhiên, phản ứng này sớm trở nên không đáng kể ở độ trễ 2 tháng và mất

hắn ở độ trễ 5 tháng. Mặt khác, một cú sốc tăng lên trong lạm phát lại tạo ra tác động ngược chiều ngắn hạn lên TURNOVER. Tác động này có ý nghĩa thống kê ở độ trễ 1 tháng, nhưng yếu dần đi ở các độ trễ sau.

Kết quả phản ứng xung của DQUOS (Hình 2) cho thấy sốc dương độ lệch chuẩn trong tăng trưởng sản lượng công nghiệp góp phần làm giảm DQUOS ở độ trễ và các phản ứng này là có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, các ảnh hưởng này giảm dần và tiến về 0 chỉ ở kì thứ hai trở về sau. Sốc trong lạm phát làm tăng DQUOS sau độ trễ, duy trì tương đối ổn định ở tháng thứ 2 và sau đó giảm dần.

Hình 3 cho thấy phản ứng xung của DLNAMIHUD. Thanh khoản của thị trường có sự cải thiện sau một sốc dương trong sản lượng công nghiệp. Tuy vậy, phản ứng này nhanh chóng lui tàn ở kì thứ 2 và không còn ảnh hưởng nào đáng kể sau đó. Lạm phát làm tăng DLNAMIHUD hay làm giảm thanh khoản của thị trường, phản ứng này có ý nghĩa thống kê và thậm chí còn tăng dần đến kì thứ hai trước khi giảm xuống rồi không còn phản ứng nào có ý nghĩa ở những tháng tiếp theo.

Hình 4 cho thấy sốc dương trong sản lượng công nghiệp đã làm giảm DZEROS ở độ trễ và giảm dần nhưng có ý nghĩa thống kê cho đến tháng tiếp theo, sau đó thì không còn phản ứng nào rõ rệt. Trong khi đó, một cú sốc trong lạm phát không ảnh hưởng có ý nghĩa lên DZEROS. Các kết quả trên hoàn toàn tương tự với kết quả khi thay thế biến cung tiền bằng biến lãi suất liên ngân hàng. Sự thống nhất ở đây thể hiện ở một số dương ngoài kì vọng trong sản lượng công nghiệp cũng làm giảm DZEROS, nghĩa là làm tăng thanh khoản và sốc dương trong lạm phát không có ảnh hưởng lên DZEROS.



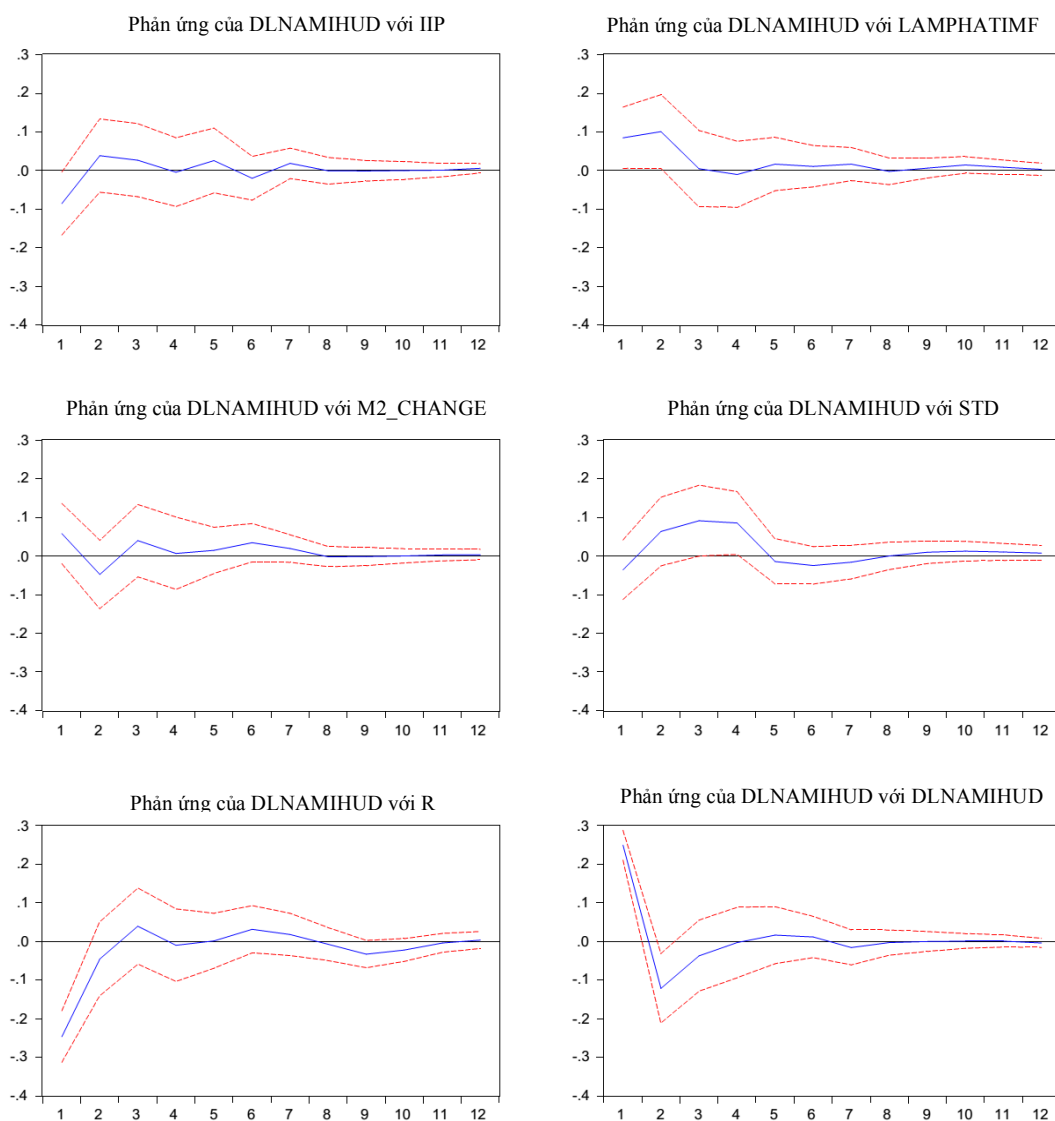
Hình 2. Phản ứng xung của DQUOS

Các biến thị trường và thanh khoản

Kết quả hàm phản ứng xung cho thấy một cú sốc trong mức độ biến động của tỉ suất sinh lợi làm tăng TURNOVER mặc dù không có ý nghĩa thống kê. Trong khi đó, tỉ suất sinh lợi lại có tác động mạnh lên tính thanh khoản đúng chiều như kì vọng. Cụ thể, khi có một cú sốc tăng lên trong suất sinh lợi của thị trường chứng khoán,

TURNOVER tăng lên đáng kể ở độ trễ 1 tháng. Tác động này mặc dù yếu đi nhưng vẫn có ý nghĩa thống kê cho tới độ trễ 4 tháng.

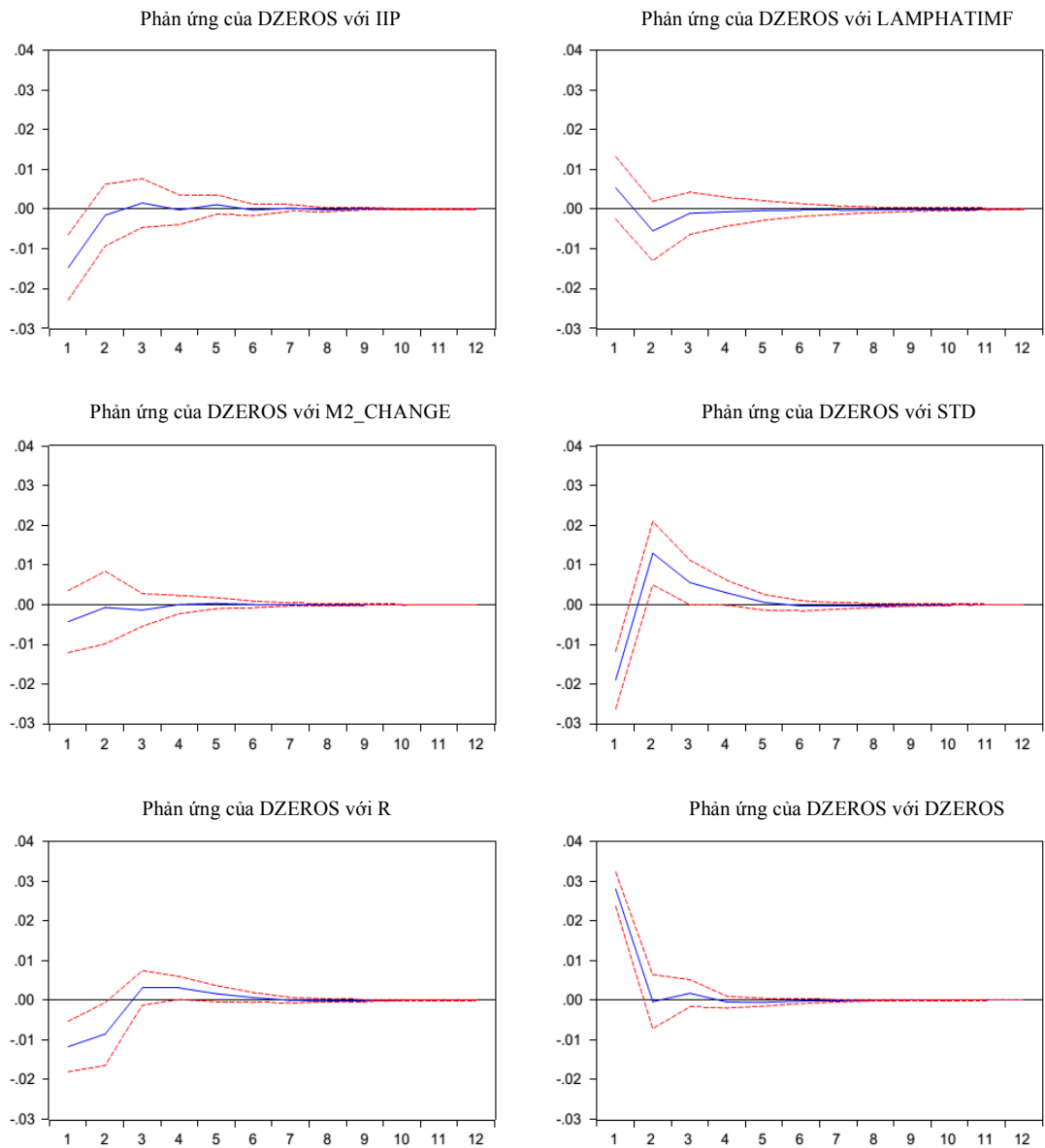
Độ lệch chuẩn ảnh hưởng mạnh mẽ nhất lên DQUOS. Theo đó, một sốc dương trong độ lệch chuẩn làm tăng DQUOS mạnh sau một tháng nhưng ảnh hưởng này giảm mạnh ở độ trễ thứ hai. Sốc dương trong tỉ suất sinh lợi làm giảm DQUOS sau một tháng và giảm dần ở tháng thứ 2 và không còn tác động nào sau tháng thứ 3.



Hình 3. Phản ứng xung của DLNAMIHUD

Đối với thước đo DLNAMIHUD, sốc trong độ lệch chuẩn của tỉ suất sinh lợi không gây ảnh hưởng nào có ý nghĩa lên DLNAMIHUD. Tuy nhiên, sốc tỉ suất sinh lợi đưa đến sự sụt giảm trong DLNAMIHUD ở một độ trễ và sau đó giảm dần nhưng vẫn duy trì ý nghĩa thống kê cho đến tháng thứ 3.

Hình 4 cho thấy DZEROS phản ứng ngược chiều với các sốc dương trong tỉ suất sinh lợi ở độ trễ 1 tháng, giảm dần ở tháng thứ hai, sau thời gian này phản ứng dần tàn lụi. Độ lệch chuẩn có ảnh hưởng mạnh mẽ lên DZEROS nhưng thú vị là phản ứng này đã không đúng với kì vọng dấu. Một cú sốc dương trong độ biến động của tỉ suất sinh lợi làm giảm DZEROS khá mạnh ở tháng thứ nhất nhưng nhanh chóng chuyển qua phản ứng dương ở tháng sau đó trước khi không còn thể hiện phản ứng nào đáng kể từ tháng thứ 4. Tác giả cho rằng đối với thước đo DZEROS, khi độ biến động tăng, nhà đầu tư có thể bị hấp dẫn tham gia giao dịch để khai thác tỉ suất sinh lợi do độ biến động lớn. Nhất là trong một thị trường bị chi phối bởi phân đông các nhà đầu tư cá nhân với tính kỉ luật thấp trong hoạt động giao dịch của họ.

**Hình 4. Phản ứng xung của DZEROS**

5. Kết luận và hàm ý chính sách

5.1. Kết luận

Từ những phân tích lần lượt cho các thước đo thanh khoản ở trên, nghiên cứu này rút ra những kết luận sau:

- Những cú sốc xảy ra trong các biến số đại diện cho chính sách tiền tệ không có bất kì tác động nào lên thanh khoản của thị trường. Kết quả này đã không hỗ trợ cho lập luận lí thuyết và các bằng chứng thực nghiệm tìm thấy ở các thị trường chứng khoán trên thế giới.

- Các cú sốc trong sản lượng công nghiệp đã có ảnh hưởng đáng kể, đúng như kì vọng và nhất quán lên thanh khoản của thị trường ở tất cả các thước đo thanh khoản.

- Các thông tin ngoài kì vọng về tỉ lệ lạm phát cũng có ảnh hưởng lên thanh khoản thị trường và ảnh hưởng này được tìm thấy có ý nghĩa thống kê ở ba trong bốn thước đo thanh khoản.

- Sốc trong độ biến động có ảnh hưởng lên hai thước đo kém thanh khoản nhưng hai ảnh hưởng này lại trái ngược.

- Sốc trong tỉ suất sinh lợi ảnh hưởng mạnh mẽ và nhất quán lên thanh khoản thị trường ở tất cả các thước đo, điều này đúng như kì vọng.

5.2. Hàm ý chính sách

Không như phần lớn các kết quả thực nghiệm được tìm thấy trên thị trường chứng khoán quốc tế, hai biến số thuộc chính sách tiền tệ (tăng trưởng cung tiền và thay đổi trong lãi suất liên ngân hàng) không thể hiện tác động nào có ý nghĩa thống kê lên thanh khoản thị trường. Sự khác biệt này thật sự gây chú ý bởi vì chính sách tiền tệ thường được xem là ứng viên hàng đầu trong các chính sách kinh tế vĩ mô làm thay đổi thanh khoản của thị trường. Nghiên cứu các quy định của VN, chúng ta có thể thấy kết quả thực nghiệm này là không phi lí. Lập luận lí thuyết cho rằng khi có cú sốc dương trong cung tiền, sẽ tăng khả năng tiếp cận vốn của các nhà đầu tư, tương tự một sốc dương trong lãi suất làm cho chi phí tài trợ của nhà đầu tư tăng lên, những nhà đầu tư thiếu hụt về vốn trong các giao dịch kí quỹ sẽ tìm thấy khó khăn để đáp ứng nhu cầu kí quỹ và sự kém hấp dẫn trong việc sử dụng tài khoản kí quỹ. Ở VN, việc cho phép nhà đầu tư sử dụng tài khoản kí quỹ đã được áp dụng trong vài năm gần đây; tuy nhiên, điểm khác biệt chính so với các quốc gia trên thế giới là quy định về tỉ lệ tín dụng mà

các ngân hàng được phép cung cấp cho đầu tư chứng khoán vẫn nằm dưới các ràng buộc khắt khe của Ngân hàng Nhà nước. Trong phần lớn giai đoạn nghiên cứu, khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng cho hoạt động đầu tư chứng khoán vẫn khá hạn chế. Cụ thể, theo Chỉ thị 03/2007/CT-NHNN của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước về kiểm soát quy mô, chất lượng tín dụng và cho vay đầu tư kinh doanh chứng khoán, các ngân hàng không được cho vay đầu tư chứng khoán vượt quá 3% tổng dư nợ tín dụng. Sau đó, ngày 1/2/2008, Ngân hàng Nhà nước ban hành Quyết định số 03/2008/QĐ-NHNN thay thế một số điểm trong Chỉ thị 03, theo đó việc cho vay đầu tư chứng khoán không còn phụ thuộc vào dư nợ tín dụng mà các tổ chức tín dụng chỉ được cho vay không vượt quá 20% vốn điều lệ, tỉ lệ này hầu như không có quan hệ trực tiếp với cung tiền.

Vì thế, việc kì vọng vào sự thay đổi trong chính sách tiền tệ để cải thiện thanh khoản có lẽ là viễn vọng cho đến khi những hạn chế nói trên được tháo bỏ. Các nhà hoạch định chính sách nên cân nhắc việc điều chỉnh quy định sao cho các cơ chế thị trường tự điều chỉnh, qua đó việc phân bổ nguồn vốn vận hiệu quả mà không hẳn gia tăng mức độ rủi ro cho các tổ chức tín dụng.

Bằng chứng về những biến động dương trong sản lượng công nghiệp ảnh hưởng tích cực lên thanh khoản và những biến động dương trong lạm phát gây ra sự sụt giảm trong thanh khoản cho thấy việc tạo ra những động lực tăng trưởng kinh tế và kiềm chế lạm phát là điều kiện quan trọng để duy trì thanh khoản trên thị trường.

Những thay đổi ngoài kì vọng trong tỉ suất sinh lợi của thị trường góp phần cải thiện đáng kể thanh khoản thị trường. Điều này có thể cho thấy hành vi giao dịch tìm kiếm sinh lợi của nhà đầu tư góp phần cải thiện thanh khoản thị trường. Như vậy không bàn đến việc nhà đầu tư giao dịch có thông tin hay không thì việc tạo ra những sốc dương trong sinh lợi đã làm tăng thanh khoản của thị trường■

Chú thích

¹ Do quy định về độ dài của bài viết, các kết quả kiểm định tính dừng, lựa chọn độ trễ tối ưu, kiểm định tự tương quan của phần dư, kiểm định tính ổn định của mô hình và phân rã phương sai không được trình bày.

Tài liệu tham khảo

Alrabadi, D. W. H., (2012). An analysis of aggregate market liquidity: The case of Amman Stock Exchange. *International Business Research*, 5(5), 184-194.

- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223-49.
- Baker, M., & Stein, J. C. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of Financial Markets*, 7(3), 271-99.
- Benston, G. J., & Hagerman, R. L. (1974). Determinants of bid-asked spreads in the over-the-counter market. *Journal of Financial Economics*, 1(4), 353-64.
- Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *Review of Financial Studies*, 22(6), 2201-2238.
- Chordia, T., & Roll, R., Subrahmanyam, A. (2001). Market liquidity and trading activity. *The Journal of Finance*, 56(2), 501-530.
- Chordia, T., & Sarkar, A., Subrahmanyam, A. (2005). An empirical analysis of stock and bond market liquidity. *Review of Financial Studies*, 18(1), 85-129.
- Chordia, T., & Sarkar, A., Subrahmanyam, A. (2008). Liquidity and market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 249-268.
- Copeland, T. E., & Galai, D. (1983). Information effects on the bid-ask spread. *The Journal of Finance*, 38(5), 1457-1469.
- Đỗ Đức Minh. (2010). Một số ý kiến về phát triển bền vững thị trường chứng khoán ở nước ta hiện nay. *Nghiên cứu kinh tế*, 385, 44-50.
- Eisfeldt, A. L. (2004). Endogenous liquidity in asset markets. *The Journal of Finance*, 59(1), 1-30.
- Fernández-Amador, O., & Gächter, M., Larch, M., Peter, G. (2013). Does monetary policy determine stock market liquidity? New evidence from the euro zone. *Journal of Empirical Finance*, 21, 54-68.
- Fong, K. Y. L., & Holden, C. W., Trzcinka, C. (2014). What Are the Best Liquidity Proxies for Global Research?. Working paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1558447>.
- Goyenko, R. Y., & Ukhov, A. D. (2009). Stock and bond market liquidity: A long-run empirical analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(1), 189-212.
- Hameed, A., & Kang, W., Viswanathan, S. (2010). Stock market declines and liquidity. *The Journal of Finance*, 65(1), 257-93.
- Hearn, B., & Piesse, J. (2013). Firm level governance and institutional determinants of liquidity: Evidence from Sub Saharan Africa. *International Review of Financial Analysis*, 28, 93-111.
- Jawadi, F., & Arouri, M., Nguyen, D. (2010). Global financial crisis, liquidity pressure in stock markets and efficiency of central bank interventions. *Applied Financial Economics*, 20(8), 669-680.

- Kale, J. R., & Loon, Y. C. (2011). Product market power and stock market liquidity. *Journal of Financial Markets*, 14(2), 376-410.
- Kyle, A. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica*, 53(6), 1315-1336.
- Lesmond, D. A., & Ogden, J. P., Trzcinka, C. A. (1999). A new estimate of transaction costs. *Review of Financial Studies*, 12(5), 1113-1141.
- Lesmond, DA. (2005). Liquidity of emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 411-52.
- Marshall, B. R., & Nguyen, N. H., Visaltanachoti, N. (2013). Liquidity commonality in commodities. *Journal of Banking & Finance*, 37(1), 11-20.
- Nguyễn Thanh Phong. (2012). Tác động của thanh khoản đến suất sinh lời của các cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán VN. Tạp chí *Phát triển kinh tế*, 264, 33-39.
- Rhee, S. G., & Wang, J. (2009). Foreign institutional ownership and stock market liquidity: Evidence from Indonesia. *Journal of Banking & Finance*, 33(7), 1312-24.
- Roll, R. (1984). A simple implicit measure of the effective bid-ask spread in an efficient market. *The Journal of Finance*, 39(4), 1127-39.
- Subrahmanyam, A. (1994). Circuit breakers and market volatility: A theoretical perspective. *The Journal of Finance*, 49(1), 237-54.
- Watanabe, A. (2004). *Macroeconomic sources of systematic liquidity*, truy cập ngày 15/04/2015, từ <http://ssrn.com/abstract=598781.html>
- Woon Gyu, C., & David, C. (2006). Stock market liquidity and the macroeconomy: Evidence from Japan. *Monetary Policy with Very Low Inflation in the Pacific Rim*, 15, 309-340.