

Tác động của chính sách tài khoá lên thị trường chứng khoán ở các quốc gia châu Á

BÙI DUY TÙNG

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

Ngày nhận:

25/07/2016

Ngày nhận lại:

28/10/2016

Ngày duyệt đăng:

31/10/2016

Mã số:

0716-E62-V05

Tóm tắt

Mục đích của nghiên cứu nhằm xem xét tác động của chính sách tài khoá lên sự biến động của giá cả chứng khoán thể hiện qua chỉ số chứng khoán ở các quốc gia châu Á. Mô hình thực nghiệm được xây dựng trên cơ sở mô hình lý thuyết định giá chênh lệch (Arbitrage Pricing Theory – APT) với các biến kiểm soát vĩ mô. Để xác định được mối quan hệ trong ngắn hạn và dài hạn giữa các biến sử dụng trong mô hình, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy PMG và MG cho bộ dữ liệu bảng. Kết quả nghiên cứu cho thấy giá cả chứng khoán phản ứng lại trước những thay đổi về chính sách tài khoá. Việc thực thi chính sách tài khoá mở rộng mang lại những tín hiệu tiêu cực cho thị trường. Ngược lại, việc duy trì môi trường tài khoá lành mạnh giúp làm tăng giá trị của chứng khoán.

Abstract

Từ khóa:

Chính sách tài khoá; Thị trường chứng khoán; PMG; MG; Châu Á.

Keywords:

Fiscal policy; Stock market; Asia; Pooled mean-group.

This study examines the impact of fiscal policy on stock price fluctuations represented by stock price indices in different Asian countries. An empirical model is constructed based on arbitrage pricing theory (APT) using macro control variables. To determine long- and short-run relations among the variables, we employ mean-group (MG) and pooled mean-group (PMG) estimators for the panel data, which show that stock prices do respond to fiscal policy changes. An implementation of expansionary fiscal policy is found to produce positive market signals, whereas maintaining a sound fiscal environment helps raise stock value on the market.

1. Giới thiệu

Trong hoạt động quản lý kinh tế, chính sách kinh tế đóng vai trò: (1) Định hướng cho hoạt động kinh tế - xã hội của đất nước; (2) Đưa ra các phương pháp và biện pháp thực hiện các chính sách kinh tế - xã hội mang tầm vĩ mô thông qua việc sử dụng các chính sách đầu tư, chính sách thương mại, chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ; và (3) Hỗ trợ để phát triển các mục tiêu kinh tế đã được xác định. Mục tiêu của kinh tế vĩ mô thường dựa trên các dấu hiệu chủ yếu như: Ổn định, tăng trưởng và công bằng xã hội. Để đạt được các mục tiêu này, Nhà nước có thể sử dụng nhiều chính sách khác nhau với nhiều công cụ và mục tiêu riêng biệt.

Cùng với quá trình phát triển kinh tế, hệ thống tài chính ngày càng đóng vai trò quan trọng đối với mỗi quốc gia. Bên cạnh các chức năng chu chuyển vốn, trung gian thanh toán, hệ thống tài chính còn quyết định sự ổn định của mỗi nền kinh tế và toàn bộ khu vực. Khủng hoảng tài chính cho thấy khác biệt lớn nhất của các nước ASEAN nằm ở vấn đề ổn định vĩ mô, và khoảng cách giữa nước có mức độ ổn định vĩ mô cao nhất và thấp nhất là 121 bậc (Nguyễn Thị Mùi, 2010). Những khác biệt này một phần bắt nguồn từ trình độ phát triển của các nền kinh tế, song chắc chắn tồn tại quan hệ nhân quả với sự phát triển của khu vực tài chính. Quan điểm “phát triển” coi hệ thống tài chính như là một phương tiện để hướng đến mục tiêu chính là phát triển kinh tế. Phát triển kinh tế lại có nghĩa là đạt được sự kết hợp thỏa đáng giữa tăng trưởng và phân phối thu nhập đầu người. Nếu không đạt được mục tiêu này thì hệ thống tài chính không thể tạo ra tác động tích cực ròng nào. Trong trường hợp xấu nhất, hệ thống tài chính còn gây ra tình trạng sử dụng nguồn lực không hợp lý, dẫn tới lạm phát và tình trạng vay nợ chồng chất mà không tạo ra được phương tiện trả nợ, gây khủng hoảng và sụp đổ kinh tế. Điều này đúng với cả việc sử dụng tài chính trong lẫn ngoài nước. Khi đó, tài chính trở thành một gánh nặng làm hạn chế tăng trưởng kinh tế, hoặc thậm chí trở thành một loại chi phí làm giảm bớt thu nhập quốc gia. Tóm lại, trong việc sử dụng các công cụ chính sách nhằm điều tiết ổn định kinh tế vĩ mô, chính phủ các nước cũng cần chú ý đến tác động của những chính sách đó đến sự phát triển của thị trường tài chính. Một chính sách lý tưởng phải vừa giúp thúc đẩy tăng trưởng, ổn định kinh tế lại vừa kích thích sự phát triển của thị trường tài chính, trong đó có thị trường chứng khoán.

Hầu hết các nước sử dụng chính sách tiền tệ để duy trì một mức lạm phát mục tiêu nhằm kiểm soát lãi suất trong nền kinh tế. Chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng đến lợi

nhuận thị trường chứng khoán thông qua 5 kênh: Kênh lãi suất, kênh tín dụng, của cải, tỉ giá hối đoái; và kênh tiền tệ.

Chính sách tài khóa cũng có ảnh hưởng đến các mục tiêu kinh tế. Chính sách tài khóa trong học thuyết của Keynes có thể hỗ trợ tổng cầu, thúc đẩy nền kinh tế và có khả năng đẩy giá cổ phiếu cao hơn. Ngược lại, lí thuyết kinh tế cổ điển tập trung vào tác động lấn át của chính sách tài khóa trong thị trường cho vay và các ngành sản xuất của nền kinh tế. Do đó, chính sách tài khóa có khả năng đẩy giá cổ phiếu thấp xuống thông qua việc lấn át khu vực tư nhân. Hơn nữa, từ góc độ của Ricardo, Barro (1974, 1979) cho rằng chính sách tài khóa là bất lực và như vậy sẽ không có hiệu lực trên thị trường chứng khoán. Các nghiên cứu thực nghiệm trước đây về sự tác động của chính sách tài khóa lên giá cả của tài sản (hay thị trường chứng khoán) cho các kết quả không đồng nhất giữa các nước, các nền kinh tế. Vì vậy, bên cạnh việc giúp các nhà đầu tư, nhà phân tích hiểu được mối quan hệ giữa chính sách tài khóa và giá cả của tài sản, nghiên cứu còn mang lại nhiều hàm ý về chính sách.

Nghiên cứu này giúp làm rõ liệu thị trường chứng khoán có phải là một kênh truyền dẫn tác động của chính sách tài khóa đến khu vực kinh tế hàng hóa hay không. Ví dụ như, các lực lượng tham gia thị trường sẽ phản ứng như thế nào trước thông tin ngân sách chính phủ liên tục bị thâm hụt. Mặt khác, đứng dưới góc độ của nhà đầu tư, thâm hụt ngân sách lớn sẽ làm giảm hoạt động của thị trường tài chính do lãi suất bị đẩy lên cao (Laopodis, 2009).

Ngoài ra, nghiên cứu còn xem xét đến quan hệ dài hạn cũng như ngắn hạn giữa các biến với bộ dữ liệu bảng gồm 16 quốc gia châu Á có sự tồn tại của thị trường chứng khoán với chuỗi thời gian từ 1990 đến 2014. Việc sử dụng các kĩ thuật ước lượng đồng tích hợp cho dữ liệu bảng là cần thiết để cho ra các kết luận về mối quan hệ trong ngắn hạn cũng như trong dài hạn. Bài nghiên cứu được bố cục như sau: Phần 2, 3 và 4 trình bày cơ sở lý thuyết và kết quả các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, phương pháp nghiên cứu và việc xây dựng mô hình thực nghiệm từ mô hình APT cũng như việc thu thập dữ liệu nghiên cứu. Tiếp theo, tác giả trình bày kết quả và thảo luận nghiên cứu thực nghiệm trong phần 5; và các kết luận, kiến nghị được trình bày trong phần 6.

2. Cơ sở lí thuyết và các nghiên cứu trước

Các lí thuyết về tác động của chính sách tài khóa lên giá cả tài sản (hay thị trường chứng khoán) đã được xây dựng bởi Barro (1974), Blanchard (1981), Shah (1984), và

Tobin (1969). Bên cạnh đó, một số nghiên cứu thực nghiệm gần đây xem xét về sự tác động của chính sách tài khóa lên hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán như: Laopodis (2009); Chatziantoniou và cộng sự (2013). Tác động của chính sách tài khóa thường ít được quan tâm, nguyên nhân có thể đến từ các giả thuyết của Barro (1974) xây dựng trên lý thuyết cân bằng Ricardo (Laopodis, 2009) cho rằng việc thay đổi trong chi tiêu của chính phủ sẽ không làm thay đổi tổng cầu, do đó không làm thay đổi lãi suất hay đầu tư. Một số nghiên cứu thực nghiệm đưa ra kết quả ủng hộ lý thuyết cân bằng Ricardo, tuy nhiên, cũng có một số kết luận ngược lại với lý thuyết mà Ricardo và Barro đã xây dựng. Quan điểm theo hướng cân bằng Ricardo được củng cố bởi lý thuyết thị trường tài chính hiệu quả. Lý thuyết này cho rằng giá cả tài sản phản ánh đầy đủ mọi thông tin. Do đó, hàm ý của các nghiên cứu ủng hộ quan điểm Ricardo thường đề cập đến việc kiểm định tính hiệu quả của thị trường chứng khoán, có nghĩa là xem xét phản ứng của thị trường trước những thông tin về chính sách. Ngược lại, những nghiên cứu cho kết luận trái với quan điểm Ricardo ủng hộ lý thuyết của Blanchard (1981) và Tobin (1969), hoặc theo quan điểm của trường phái Keynes. Trong lý thuyết tiếp cận cân bằng chung của khu vực tài chính, Tobin (1969) đã chỉ ra được vai trò của giá cả tài sản giúp liên kết thị trường hàng hóa và thị trường tài chính trong một nền kinh tế. Tobin (1969) nhấn mạnh sự tăng trưởng của khối tiền và thâm hụt ngân sách đều có tác động mạnh đến giá cả tài sản.

Trước năm 2000, nổi bật nhất là các nghiên cứu của Darrat (1987, 1988, 1990). Trong đó, Darrat đã tiến hành kiểm định mối quan hệ giữa thâm hụt ngân sách (biểu thị cho chính sách tài khóa) và hiệu quả của thị trường chứng khoán tại các thị trường Đức, Anh và Canada, qua đó tìm thấy mối quan hệ nghịch chiều có ý nghĩa giữa hai biến số này. Hancock (1989) kiểm định lý thuyết thị trường hiệu quả đối với các thông tin từ các biến số tài khóa và tiền tệ và kết luận ủng hộ lý thuyết thị trường hiệu quả trong trường hợp của Mỹ. Trong một nghiên cứu khác, Lee (1997) kiểm định lý thuyết thị trường hiệu quả ở bốn nền kinh tế châu Á đó là Hồng Kông, Singapore, Đài Loan, Hàn Quốc và kết luận thị trường không hiệu quả trước những thông tin về chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa. Ewing (1998) cũng đưa ra kết luận tương tự khi đi tìm bằng chứng thực nghiệm về tác động của chính sách tài khóa lên giá cả chứng khoán trong trường hợp của Pháp.

Sau năm 2000, hầu hết các kết quả nghiên cứu thực nghiệm đều cho kết quả ủng hộ quan điểm của trường phái Keynes hoặc Tobin (1969) chẳng hạn như: Agnello và Sousa (2013) tìm thấy bằng chứng giá cả tài sản phản ứng lập tức ngược chiều với các cú sốc của chính sách tài khóa; Afonso và Sousa (2009) khi xem xét riêng biệt thu nhập và chi

tiêu của chính phủ đã chỉ ra cú sốc từ chi tiêu chính phủ tác động ngược chiều lên giá cả tài sản trong khi tác động của các cú sốc từ thu nhập của chính phủ là thuận chiều; Ardagna (2009) cũng kết luận tương tự đối với tác động từ các cú sốc chi tiêu lên giá cả tài sản. Nghiên cứu của Laopodis (2009) về tác động của chính sách tài khóa lên hiệu quả của thị trường chứng khoán tại Mỹ có sử dụng thêm các biến số về chính sách tiền tệ đã kết luận thị trường tài chính không hiệu quả. Laopodis (2009) cho rằng nguyên nhân là do các lực lượng tham gia thị trường quan tâm nhiều hơn đến các thông tin về chính sách tiền tệ và ít quan tâm đến các thay đổi về chi tiêu của chính phủ. Chatziantoniou và cộng sự (2013) kiểm định mối quan hệ động giữa chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa và hoạt động của thị trường chứng khoán ở các nền kinh tế Đức, Anh và Mỹ bằng cách sử dụng mô hình SVAR. Kết quả của nghiên cứu đã cho thấy bằng chứng về tác động của cả chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa lên thị trường chứng khoán theo hai hướng trực tiếp và gián tiếp.

3. Phương pháp nghiên cứu

Tác giả tập trung vào phân tích và xác định mối quan hệ trong ngắn hạn lẫn dài hạn giữa việc thực thi chính sách tài khóa của chính phủ và giá cả trên thị trường chứng khoán. Sự phát triển của các phương pháp ước lượng dữ liệu bảng, đặc biệt chú trọng đến việc phân tích mối quan hệ đồng tích hợp dữ liệu bảng đã giúp cho việc nghiên cứu mối quan hệ này trở nên dễ dàng hơn.

Các bước nghiên cứu được thực hiện như sau:

Bước 1: Kiểm định sự độc lập chéo của các đơn vị trong bộ dữ liệu bảng

Đối với việc nghiên cứu đồng tích hợp, việc xác định tính dừng của các chuỗi dữ liệu vô cùng quan trọng. Tuy nhiên, đối với dữ liệu bảng, việc kiểm định tính dừng phức tạp hơn chuỗi dữ liệu thời gian, nổi bật ở hai lý do: (1) Dữ liệu bảng tồn tại sự khác biệt không quan sát được giữa các đơn vị, điều này có thể làm cho hệ số hồi quy khác nhau theo từng đơn vị chéo; (2) Các đơn vị trong bộ dữ liệu bảng có thể không độc lập với nhau. Ví dụ, GDP ở các quốc gia có thể phụ thuộc lẫn nhau, hoặc có mối quan hệ trong dài hạn giữa GDP quốc gia này với GDP quốc gia khác. Như vậy, trước khi tiến hành kiểm định tính dừng, cần phải xem xét sự độc lập chéo của các đơn vị. Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng kiểm định độc lập chéo của Pesaran (2004).

Bước 2: Kiểm định tính dừng của bộ dữ liệu (kiểm định nghiệm đơn vị)

Như đã trình bày ở Bước 1, việc kiểm định tính dừng phụ thuộc rất nhiều vào việc bộ dữ liệu bảng có tồn tại hay không sự khác biệt không quan sát được giữa các đơn vị, và tính độc lập chéo. Có rất nhiều kiểm định tính dừng cho dữ liệu bảng được phát triển. Dựa vào kết quả kiểm định sự độc lập chéo của các đơn vị trong bộ dữ liệu bảng, tác giả sẽ lựa chọn phương pháp kiểm định tính dừng phù hợp với các biến trong mô hình. Nếu các đơn vị cho thấy sự độc lập chéo, kiểm định tính dừng thế hệ thứ nhất sẽ được thực hiện, nổi bật là kiểm định của Maddala và Wu (1999) do kiểm định này cho phép tồn tại sự khác biệt không quan sát được giữa các đơn vị. Trong trường hợp các đơn vị chéo không độc lập với nhau, kiểm định tính dừng CIPS của Pesaran (2007) sẽ được thực hiện.

Bước 3: Xác định mối quan hệ dài hạn và ngắn hạn giữa các biến.

Nếu các biến là các chuỗi không dừng ở bậc gốc, hoặc không dừng cùng bậc, mô hình đồng tích hợp dữ liệu bảng sẽ sử dụng mô hình tự phân phối độ trễ (ARDL) cho dữ liệu bảng có dạng:

$$y_{it} = \sum_{j=1}^p \lambda_{ij} y_{i,t-j} + \sum_{j=0}^q \delta'_{ij} X_{i,t-j} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Với i là số đơn vị (quốc gia) trong bộ dữ liệu, $X_{i,t-j}$ là vector ($k \times 1$) các biến giải thích, μ_i là hiệu ứng cố định. Số đơn vị thời gian phải đủ lớn để hồi quy cho từng đơn vị. Nếu các biến trong mô hình (1) là các chuỗi $I(1)$ và đồng tích hợp, thành phần sai số sẽ là $I(0)$ với các đơn vị i . Một đặc điểm của các biến đồng tích hợp là sự điều chỉnh trong ngắn hạn về điểm cân bằng trong dài hạn. Từ đó, mô hình sai số hiệu chỉnh thể hiện sự điều chỉnh trong ngắn hạn của các biến được xây dựng. Từ mô hình (1), tác giả xây dựng được mô hình sai số hiệu chỉnh:

$$\Delta y_{it} = \phi_i (y_{i,t-1} - \theta'_i X_{it}) + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda'_{ij} \Delta y_{i,t-j} + \sum_{j=0}^q \delta''_{ij} \Delta X_{i,t-j} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Hệ số ϕ_i là tốc độ điều chỉnh trong ngắn hạn về dài hạn. Nếu giả thuyết $\phi_i = 0$ không bị bác bỏ, có thể kết luận không tồn tại mối quan hệ trong dài hạn. Ngoài ra, hệ số này được kì vọng có giá trị lớn hơn -1 và nhỏ hơn 0, và có ý nghĩa thống kê để cho thấy sự điều chỉnh về điểm cân bằng dài hạn. Ngoài ra, vector θ'_i cho phép phân tích mối quan hệ trong dài hạn của các biến.

Các phương pháp kinh tế lượng được sử dụng để ước lượng mô hình (2) phụ thuộc vào việc tồn tại hay không sự khác biệt giữa các đơn vị (khác biệt ở đây thể hiện ở cả hệ số chặn và hệ số độ dốc). Một mặt, mô hình (2) được ước lượng cho từng đơn vị, sau đó

hệ số hồi quy của (2) được xác định bằng trung bình số học. Đây là ước lượng MG đề xuất với Pesaran và Smith (1995). Với ước lượng này, hệ số chặn và hệ số độ dốc, cũng như sai số được cho phép khác biệt giữa các đơn vị. Mặt khác, Pesaran và cộng sự (1997, 1999) đề xuất ước lượng PMG cho phép hệ số chặn, hệ số hồi quy trong ngắn hạn và phương sai sai số khác nhau theo đơn vị nhưng giới hạn hệ số dài hạn giống nhau theo đơn vị, tương tự như phương pháp hiệu ứng cố định. Tuy nhiên, phương pháp hiệu ứng cố định cho ra kết quả không vững và kết quả sai lệch. Sự lựa chọn giữa phương pháp MG hoặc PMG có thể được kiểm định thông qua kiểm định Hausman.

4. Mô hình và dữ liệu nghiên cứu

4.1. Xây dựng mô hình thực nghiệm

Mô hình thực nghiệm và các biến kiểm soát sử dụng trong nghiên cứu được tác giả xây dựng dựa trên các lý thuyết về mối quan hệ giữa các biến kiểm soát vĩ mô và giá cả chứng khoán. Trong các lý thuyết này, mô hình APT thường xuyên được sử dụng. Trong mô hình APT, giá cả hay lợi nhuận tài chính được giải thích bởi một tập hợp các yếu tố vĩ mô có thể được xác định. Mô hình này dựa trên cơ sở một mô hình chiết khấu cổ tức:

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{1}{(1 + \rho)^i} E(d_{t+i} | \Omega_t)$$

Trong đó:

P_t : Giá cả chứng khoán tại thời điểm t ;

ρ : Suất chiết khấu;

d_t : Cổ tức chi trả vào thời điểm t ; và

Ω_t : Tập hợp các thông tin có được tại thời điểm t .

Suất chiết khấu ρ bao gồm phần bù rủi ro. Do vậy, Boyd và cộng sự (2001) nêu lên 3 yếu tố chính ảnh hưởng đến giá chứng khoán: Cổ tức trong tương lai, lãi suất phi rủi ro, và phần bù rủi ro. Do cổ tức trong tương lai và suất chiết khấu không quan sát được, do đó khi sử dụng mô hình này các biến kinh tế vĩ mô được sử dụng để giải thích cho sự biến động giá cả và lợi nhuận chứng khoán. Trong đó, hai biến vĩ mô được sử dụng nhiều nhất là sản lượng và lãi suất (Peiro, 2016). Thay đổi trong sản xuất, hoặc sản lượng tác động cùng chiều đến giá cả chứng khoán thông qua hiệu ứng cổ tức (Fama, 1981, 1990; Schwert, 1990; Humpe & Macmillan, 2009). Ngược lại, mối quan hệ giữa lãi suất và giá

cả chứng khoán là ngược chiều: (1) Theo kênh trực tiếp, lãi suất tăng làm tăng suất chiết khấu, do đó làm giảm giá cả chứng khoán; (2) Theo kênh gián tiếp, lãi suất tăng làm giảm đầu tư và sản lượng trong tương lai; từ đó làm giảm cổ tức tương lai. Các nghiên cứu thực nghiệm trước và gần đây khẳng định mối quan hệ này (Ang & Bekaert, 2007; Humpe & Macmillan, 2009; Jareño & Navarro, 2010; Fernandez-Perez & cộng sự, 2014).

4.2. Dữ liệu và các biến

Dựa vào phương trình (1), tác giả sẽ kiểm định và xác định mối quan hệ dài hạn giữa chính sách tài khoá và giá cả của thị trường chứng khoán dựa trên bộ dữ liệu bảng không cân bằng của 16 nền kinh tế khu vực châu Á giai đoạn 1990 - 2014. Giá cả của thị trường chứng khoán được thể hiện bằng việc sử dụng biến đại diện là chỉ số chứng khoán, lấy từ bộ dữ liệu của IMF. Chính sách tài khoá của chính phủ sẽ được đo lường lần lượt bằng các biến: Cân bằng ngân sách tổng thể và cân bằng ngân sách cơ bản. Ngoài ra, tác giả kiểm định tính vững của kết quả với việc sử dụng thêm hai biến: Chi tiêu của chính phủ, và nợ của chính phủ. Dữ liệu về chính sách tài khoá được lấy từ bộ dữ liệu World Economic Outlook (WEO) của IMF. Các biến kiểm soát vĩ mô trong mô hình là GDP và lãi suất ngắn hạn được lấy từ bộ dữ liệu WEO và bộ dữ liệu của Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB). Bảng 1 trình bày số liệu thống kê mô tả của bộ dữ liệu. Các biến cân bằng ngân sách tổng thể, cân bằng ngân sách cơ bản, chi tiêu của chính phủ và nợ chính phủ được tính bằng giá trị tuyệt đối trên GDP.

Bảng 1

Thống kê mô tả bộ dữ liệu

Biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Chỉ số chứng khoán	70,801	46,512	4,505	284,445
Cân bằng ngân sách tổng thể	-2,235	4,648	-19,518	15,698
Cân bằng ngân sách cơ bản	-0,372	3,992	-17,633	14,719
Chi tiêu chính phủ	23,207	7,233	10,030	41,308
Nợ chính phủ	58,698	38,705	0,065	249,079
Log GDP	4,563	2,249	-1,465	9,253
Lãi suất ngắn hạn	6,147	4,518	0,046	36,780

5. Kết quả và thảo luận

Trong quá trình kiểm định nghiệm đơn vị cho bộ dữ liệu bảng, việc lựa chọn kiểm định phù hợp phụ thuộc vào cả tính chất của bộ dữ liệu lẫn các biến. Các kiểm định nghiệm đơn vị cho dữ liệu bảng thường dựa trên giả thuyết về sự độc lập chéo của các đơn vị. Tuy nhiên, giả thuyết này thường bị vi phạm (Breitung & Pesaran, 2008). Nếu sự độc lập chéo của các đơn vị không tồn tại, kết quả của việc sử dụng các kiểm định nghiệm đơn vị đó không còn đáng tin cậy. Do đó, kiểm định tính độc lập chéo trước khi tiến hành kiểm định nghiệm đơn vị sẽ giúp tác giả lựa chọn được kiểm định nghiệm đơn vị phù hợp với bộ dữ liệu. Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng kiểm định độc lập chéo CD của Pesaran (2004) với giả thuyết H_0 là tồn tại sự độc lập chéo giữa các đơn vị.

Bảng 2

Kết quả kiểm định sự độc lập chéo của các đơn vị

Biến	Giá trị CD-test	p-value	Hệ số tương quan	Trị tuyệt đối của hệ số tương quan
Nợ chính phủ	3,12	0,002	0,066	0,603
Chỉ số chứng khoán	22,44	0,000	0,456	0,617
Chỉ tiêu chính phủ	7,02	0,000	0,157	0,410
Log GDP	41,91	0,000	0,926	0,926
Cân bằng ngân sách tổng thể	12,50	0,000	0,261	0,348
Cân bằng ngân sách cơ bản	9,87	0,000	0,206	0,323
Lãi suất ngắn hạn	16,80	0,000	0,350	0,478

Kết quả kiểm định sự độc lập chéo được trình bày tại Bảng 2. Giả thuyết H_0 bị bác bỏ đối với tất cả các biến sử dụng tại mức ý nghĩa 1%. Sau khi có kết luận về sự độc lập chéo giữa các biến, tác giả có đủ cơ sở để lựa chọn kiểm định nghiệm đơn vị phù hợp. Nếu biến đó gặp phải hiện tượng độc lập chéo, kiểm định nghiệm đơn vị thể hệ thứ nhất được sử dụng. Ngược lại, kiểm định nghiệm đơn vị thể hệ thứ hai được sử dụng (Breitung & Pesaran, 2008). Với kết quả kiểm định tại Bảng 2, tác giả sử dụng kiểm định nghiệm đơn vị thể hệ thứ hai của Pesaran (2007). Bảng 3 trình bày kết quả kiểm định nghiệm đơn vị CIPS theo Pesaran (2007). Giả thuyết H_0 cho rằng tồn tại nghiệm đơn vị. Tác giả thực hiện kiểm định nghiệm đơn vị ở cả bậc gốc và sai phân bậc 1. Kết quả kiểm định cho thấy ngoại trừ biến lãi suất trong ngắn hạn, các biến còn lại đều tồn tại nghiệm đơn

vị. Tuy nhiên, kiểm định nghiệm đơn vị cho sai phân bậc 1 cho thấy các biến đều dừng ở bậc 1 tại mức ý nghĩa 1%, ngoại trừ biến chỉ số chứng khoán dừng ở mức ý nghĩa 10%.

Bảng 3

Kiểm định nghiệm đơn vị CIPS theo Pesaran (2007)

Biến	Bậc gốc I(0)		Bậc 1 I(1)	
	Zt-bar	p-value	Zt-bar	p-value
Chỉ số chứng khoán	0,495	0,690	-1,423	0,077
Cân bằng ngân sách tổng thể	0,615	0,731	-3,377	0,000
Cân bằng ngân sách cơ bản	0,493	0,689	-4,728	0,000
Chi tiêu chính phủ	0,863	0,806	-3,669	0,000
Nợ chính phủ	0,352	0,638	-2,380	0,009
Log GDP	4,048	1,000	-5,658	0,000
Lãi suất ngắn hạn	-2,523	0,006	-6,364	0,000

Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị ở Bảng 3 cho thấy mô hình chứa các chuỗi I(0) và I(1), phù hợp với việc thiết lập mô hình phân phối độ trễ tự hồi quy (ARDL) theo dữ liệu bảng. Bảng 4 và 5 trình bày kết quả ước lượng mô hình (2) theo cả 2 phương pháp PMG và MG, thể hiện được mối quan hệ trong dài hạn và trong ngắn hạn giữa các biến, cùng với sự điều chỉnh về điểm cân bằng trong dài hạn. Bảng 4 trình bày kết quả với biến đại diện cho chính sách tài khoá là cân bằng ngân sách cơ bản và cân bằng ngân sách tổng thể. Trong Bảng 5, tác giả sử dụng thêm biến chi tiêu của chính phủ và nợ công của chính phủ làm đại diện cho chính sách tài khoá để tăng sự tin cậy của kết quả ước lượng.

Bảng 4

Ước lượng PMG và MG với cân bằng ngân sách tổng thể và cơ bản

Quan hệ	Cân bằng cơ bản		Cân bằng tổng thể	
	PMG	MG	PMG	MG
Quan hệ dài hạn				
Cân bằng cơ bản	3,442*** (4,65)	-5,243 (-0,52)		
Log GDP	48,56***	56,67**	61,30***	0,773

Quan hệ	Cân bằng cơ bản		Cân bằng tổng thể	
	PMG	MG	PMG	MG
	(13,40)	(2,02)	(11,93)	(0,01)
Lãi suất ngắn hạn	-1,277	-15,36	-2,145**	-19,15
	(-1,61)	(-1,07)	(-2,36)	(-0,94)
Cân bằng tổng thể			5,581***	-0,725
			(5,67)	(-0,06)
Quan hệ ngắn hạn				
Sai số hiệu chỉnh	-0,337***	-0,403***	-0,262***	-0,354***
	(-2,92)	(-3,88)	(-4,21)	(-4,42)
Δ Cân bằng cơ bản	-0,0627	0,440		
	(-0,08)	(0,49)		
Δ Log GDP	29,10**	39,39	23,82**	18,15
	(2,14)	(1,16)	(2,02)	(0,68)
Δ Lãi suất ngắn hạn	-2,188	-2,735	-1,449	-2,513
	(-1,36)	(-1,55)	(-0,99)	(-1,60)
Δ Cân bằng tổng thể			0,363	0,255
			(0,46)	(0,32)
Hằng số	-49,15**	-76,55**	-48,41***	-80,66*
	(-2,41)	(-1,99)	(-3,46)	(-1,90)
Số quan sát	302	302	318	318
	$\chi^2(3) = 1,56$		$\chi^2(3) = 0,57$	
Kiểm định Hausman	$Prob > \chi^2 = 0,6696$		$Prob > \chi^2 = 0,9038$	

Ghi chú: Δx : Sai phân bậc 1 của biến x. Giả thuyết H_0 của kiểm định Hausman: Ước lượng PMG phù hợp hơn MG. *, **, *** thể hiện có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%.

Kết quả tại Bảng 4 cho thấy hệ số hồi quy của thành phần sai số hiệu chỉnh âm và có ý nghĩa thống kê. Như vậy, trong ngắn hạn tồn tại sự điều chỉnh về điểm cân bằng trong dài hạn. Bên cạnh đó, kết quả của kiểm định Hausman cho thấy giả định của phương

pháp PMG phù hợp với bộ dữ liệu hơn phương pháp MG. Theo kết quả từ phương pháp PMG, các biến kiểm soát vĩ mô cũng có ý nghĩa thống kê. Dấu dương và ý nghĩa thống kê của hệ số sản lượng cho thấy thị trường chứng khoán phản ứng tích cực trước sự gia tăng của sản lượng kinh tế, ủng hộ quan điểm của lý thuyết hiệu ứng cổ tức. Lãi suất tác động ngược chiều với giá cả chứng khoán theo như các lý thuyết trước đó nhưng chỉ có ý nghĩa thống kê trong phương trình sử dụng cân bằng tổng thể làm đại diện cho chính sách tài khoá. Phương pháp PMG giả định hệ số hồi quy trong dài hạn của các đơn vị chéo đồng nhất. Mối quan hệ dài hạn giữa chính sách tài khoá, đại diện bằng cân bằng ngân sách tổng thể và cân bằng ngân sách cơ bản, và sự biến động của giá cả chứng khoán, đại diện bằng chỉ số chứng khoán, được ủng hộ bằng ý nghĩa thống kê của các biến trong dài hạn. Thay đổi trong cân bằng ngân sách biến động cùng chiều với giá cả chứng khoán. Sự cải thiện cân bằng ngân sách tổng thể hoặc cân bằng ngân sách dài hạn mang lại những tín hiệu tích cực cho thị trường, từ đó đẩy giá chứng khoán đi lên. Theo mô hình IS-LM tiêu chuẩn, chính sách tài khoá mở rộng làm tăng tổng cầu và lãi suất trong ngắn hạn, trong khi lãi suất dài hạn phụ thuộc vào kì vọng về chính sách tài khoá trong tương lai. Do thị trường tài chính kì vọng vào lãi suất hiện tại và lãi suất kì vọng trong tương lai, nên khi thâm hụt ngân sách tăng sẽ làm tăng lãi suất ngắn hạn hiện tại và kì vọng, cũng như lãi suất dài hạn hiện tại. Kết quả là làm giảm giá chứng khoán. Như vậy, việc cải thiện thâm hụt ngân sách sẽ phát đi những tín hiệu tích cực cho thị trường và giá cả chứng khoán. Kết quả tương tự cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Ardagna (2009). Tại các quốc gia thành viên của Tổ chức Hợp tác và Phát triển kinh tế (OECD), bất kì thay đổi tài khoá nào báo hiệu một khuôn khổ tài khoá lành mạnh thường dẫn đến sự tăng giá cả chứng khoán.

Bảng 5 thể hiện kết quả hồi quy với hai biến đại diện cho chính sách tài khoá là chi tiêu của chính phủ và nợ chính phủ. Kiểm định Hausman ủng hộ việc sử dụng phương pháp PMG. Dấu và ý nghĩa thống kê của các hệ số hồi quy của các biến kiểm soát vĩ mô tương đồng với kết quả ở Bảng 4. Kết quả về tác động của chính sách tài khoá lên giá cả chứng khoán cũng phù hợp với các kết quả đã tìm thấy trước đó ở Bảng 4. Sự gia tăng chi tiêu chính phủ hay sự gia tăng nợ công đều tác động tiêu cực đến giá cả chứng khoán. Theo Alesina và cộng sự (1992), trong một mô hình với hai điểm cân bằng, một thay đổi tài khoá có thể dịch chuyển nền kinh tế từ điểm cân bằng "xấu" đến điểm cân bằng "tốt". Ở điểm cân bằng "xấu", nợ chính phủ tăng làm tăng rủi ro vỡ nợ nên nhà đầu tư yêu cầu phân bù rủi ro tăng. Tại điểm cân bằng "tốt", nợ chính phủ giảm và phân bù rủi ro giảm dẫn đến việc giảm lãi suất và tăng niềm tin của nhà đầu tư vào chính phủ. Do đó, một

thay đổi tài khoá đưa nền kinh tế từ điểm cân bằng “xấu” đến điểm cân bằng “tốt” có thể khiến lãi suất giảm mạnh và từ đó làm tăng giá chứng khoán. Như vậy, thị trường tài chính phản ứng trước những kì vọng về tính bền vững của nợ chính phủ. Mặt khác, việc gia tăng nợ chính phủ có thể tạo ra hiệu ứng lấn át, làm giảm đầu tư tư nhân. Tương tự, Blanchard và Perotti (2002) cũng chỉ ra các cú sốc tài khoá mở rộng như tăng chi tiêu chính phủ có tác động tiêu cực đến đầu tư tư nhân. Các kết luận về tác động ngược chiều của chính sách tài khoá mở rộng lên giá cả chứng khoán cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Afonso và Sousa (2012).

Bảng 5

Kiểm định tính vững với nợ chính phủ và chi tiêu chính phủ

Quan hệ	Chi tiêu của chính phủ		Nợ của chính phủ	
	PMG	MG	PMG	MG
Quan hệ dài hạn				
Chi tiêu chính phủ	-3,658** (-2,12)	-27,19 (-0,83)		
Log GDP	105,4*** (13,25)	193,3*** (4,00)	44,77*** (11,58)	125,9*** (2,91)
Lãi suất ngắn hạn	-0,550 (-0,55)	-9,451 (-0,53)	-4,755*** (-2,71)	-1,556 (-0,37)
Nợ chính phủ			-1,191*** (-5,90)	-0,283 (-0,15)
Quan hệ ngắn hạn				
Sai số hiệu chỉnh	-0,187*** (-3,32)	-0,351*** (-4,09)	-0,305*** (-3,46)	-0,684*** (-5,27)
Δ Chi tiêu chính phủ	0,127 (0,23)	0,811 (0,96)		
Δ Log GDP	42,30*** (2,99)	55,67*** (4,47)	99,08*** (4,05)	96,05** (2,28)

Quan hệ	Chi tiêu của chính phủ		Nợ của chính phủ	
	PMG	MG	PMG	MG
Δ Lãi suất ngắn hạn	-2,553 (-1,05)	-0,128 (-0,08)	2,257 (1,17)	2,192 (0,99)
Δ Nợ chính phủ			-0,254 (-0,17)	1,046 (0,47)
Hằng số	-83,73*** (-3,55)	-103,4*** (-2,64)	-9,963 (-0,90)	-56,24 (-0,59)
Số quan sát	302	302	273	273
Kiểm định Hausman	$\chi^2(3) = 1,56$ $Prob > \chi^2 = 0,6696$		$\chi^2(3) = 0,57$ $Prob > \chi^2 = 0,9038$	

Ghi chú: Δx : Sai phân bậc 1 của biến x. Giả thuyết H_0 của kiểm định Hausman: Ước lượng PMG phù hợp hơn MG. *, **, *** thể hiện có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%.

6. Kết luận và hàm ý chính sách

6.1. Kết luận

Bài nghiên cứu xem xét phản ứng của thị trường chứng khoán, hay giá cả chứng khoán trước những thay đổi về chính sách tài khoá của chính phủ. Tác giả sử dụng bộ dữ liệu bảng không cân bằng của 16 quốc gia châu Á trong giai đoạn 1990-2014. Mô hình thực nghiệm được xây dựng trên cơ sở mô hình APT với hai biến kiểm soát vĩ mô là sản lượng của nền kinh tế và lãi suất ngắn hạn. Ước lượng mô hình thực nghiệm bằng cả hai phương pháp PMG và MG cho phép xác định mối quan hệ trong cả dài hạn lẫn ngắn hạn. Kết quả nghiên cứu cho thấy giữa chính sách tài khoá và giá cả chứng khoán có mối quan hệ trong cả dài hạn lẫn ngắn hạn. Việc cải thiện môi trường tài khoá mang tới những tín hiệu tích cực cho thị trường, làm tăng giá chứng khoán. Ngược lại, môi trường tài khoá không ổn định tác động tiêu cực đến giá cả của thị trường.

6.2. Hàm ý chính sách

Kết quả nghiên cứu cho thấy các nhà đầu tư và thị trường chứng khoán phản ứng trước những thay đổi về tài khoá. Trong thời điểm khủng hoảng, các gói kích thích tài

khoá được xem là một trong những yếu tố quan trọng trong việc phục hồi kinh tế. Tuy nhiên, các gói kích thích này thường để lại những vấn đề về tính bền vững của nền tài chính công cũng như sự phát triển của thị trường tài chính, trong đó có thị trường trái phiếu chính phủ. Như vậy, Chính phủ cần thận trọng trước những thay đổi về tài khoá để tạo động lực cũng như niềm tin cho các nhà đầu tư, tạo điều kiện cho thị trường tài chính, thị trường chứng khoán phát triển.

Các kiểm định cho thấy bộ dữ liệu phù hợp hơn với phương pháp PMG. Tuy nhiên, phương pháp PMG dựa trên giả định về hệ số hồi quy dài hạn đồng nhất. Nghiên cứu của Ardagna (2009) cũng cho thấy phản ứng của thị trường tài chính trước những thay đổi về tài khoá phụ thuộc vào vị thế tài khoá ban đầu của từng quốc gia. Do đó, hướng nghiên cứu tiếp theo cần chú ý tới vấn đề này■

Tài liệu tham khảo

- Afonso, A., & Sousa, R. (2009). *Fiscal policy, housing and stock prices*. European Central Bank Working Paper Series No 990/January 2009. Retrieved from <http://www.ecb.europa.eu> or from the Social Science Research Network electronic library at http://ssrn.com/abstract_id=1311408
- Afonso, A., & Sousa, R. M. (2012). The macroeconomic effects of fiscal policy. *Applied Economics*, 44(34), 4439-4454.
- Agnello, L., & Sousa, R. M. (2013). Fiscal policy and asset prices. *Bulletin of Economic Research*, 65(2), 154-177.
- Alesina, A., De Broeck, M., Prati, A., & Tabellini, G. (1992). Default risk on government debt in OECD countries. *Economic Policy*, 7(15), 427-463.
- Ang, A., & Bekaert, G. (2007). Stock return predictability: Is it there?. *Review of Financial Studies*, 20(3), 651-707.
- Ardagna, S. (2009). Financial markets' behavior around episodes of large changes in the fiscal stance. *European Economic Review*, 53(1), 37-55.
- Barro, R. J. (1974). Are government bonds net wealth?. *Journal of Political Economy*, 82(6), 1095-1117.
- Barro, R. J. (1979). On the determination of the public debt. *The Journal of Political Economy*, 940-971.
- Blanchard, O. & Perotti, R. (2002) An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output. *Quarterly Journal of Economics*, 117, 1329-1368.
- Blanchard, O. J. (1981). Output, the stock market, and interest rates. *The American Economic Review*, 71(1), 132-143.

- Boyd, J. H., Hu, J., & Jagannathan, R. (2005). The stock market's reaction to unemployment news: Why bad news is usually good for stocks. *The Journal of Finance*, 60(2), 649-672.
- Breitung, J., & Pesaran, M. H. (2008). *Unit roots and cointegration in panels* (pp. 279-322). Springer Berlin Heidelberg.
- Chatziantoniou, I., Duffy, D., & Filis, G. (2013). Stock market response to monetary and fiscal policy shocks: Multi-country evidence. *Economic Modelling*, 30, 754-769.
- Darrat, A. F. (1987). Money and stock prices in West Germany and the United Kingdom: Is the stock market efficient?. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 20-35.
- Darrat, A. F. (1988). On fiscal policy and the stock market. *Journal of Money, Credit and Banking*, 20(3), 353-363.
- Darrat, A. F. (1990). Stock returns, money, and fiscal deficits. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(03), 387-398.
- Ewing, B. T. (1998). The impact of federal budget deficits on movements in the stock market: Evidence from Australia and France. *Applied Economics Letters*, 5(10), 649-651.
- Fama, E. F. (1981). Stock returns, real activity, inflation, and money. *The American Economic Review*, 71(4), 545-565.
- Fama, E. F. (1990). Stock returns, expected returns, and real activity. *The Journal of Finance*, 45(4), 1089-1108.
- Fernandez-Perez, A., Fernández-Rodríguez, F., & Sosvilla-Rivero, S. (2014). The term structure of interest rates as predictor of stock returns: Evidence for the IBEX 35 during a bear market. *International Review of Economics & Finance*, 31, 21-33.
- Hancock, D. G. (1989). Fiscal policy, monetary policy and the efficiency of the stock market. *Economics Letters*, 31(1), 65-69.
- Humpe, A., & Macmillan, P. (2009). Can macroeconomic variables explain long-term stock market movements? A comparison of the US and Japan. *Applied Financial Economics*, 19(2), 111-119.
- Jareño, F., & Navarro, E. (2010). Stock interest rate risk and inflation shocks. *European Journal of Operational Research*, 201(2), 337-348.
- Laopodis, N. T. (2009). Fiscal policy and stock market efficiency: Evidence for the United States. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 633-650.
- Lee, U. (1997). Stock market and macroeconomic policies: new evidence from Pacific Basin countries. *Multinational Finance Journal*, 1(4), 273-289.
- Maddala, G. S., & Wu, S. (1999). A comparative study of unit root tests with panel data and a new simple test. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61(S1), 631-652.
- Nguyễn Thị Mùi. (2010). *Khoảng cách phát triển tài chính – Thách thức cơ bản trong quá trình hình thành một thị trường chung ASEAN*. Truy cập từ: <https://www.vietinbank.vn/web/home/vn/research/11/110218.html?p=1>

- Peiró, A. (2016). Stock prices and macroeconomic factors: Some European evidence. *International Review of Economics & Finance*, 41, 287-294.
- Pesaran, M. H. (2004). *General diagnostic tests for cross section dependence in panels*. Discussion Paper Series, IZA DP No/ 1240.
- Pesaran, M. H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22(2), 265-312.
- Pesaran, M. H., & Smith, R. (1995). Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, 68(1), 79-113.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. P. (1997). *Estimating long-run relationships in dynamic heterogeneous panels*. DAE Working Papers Amalgamated Series 9721.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. P. (1999). Pooled mean group estimation of dynamic heterogeneous panels. *Journal of the American Statistical Association*, 94(446), 621-634.
- Schwert, G. W. (1990). Stock returns and real activity: A century of evidence. *The Journal of Finance*, 45(4), 1237-1257.
- Shah, A. (1984). Crowding out, capital accumulation, the stock market, and money-financed fiscal policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, 16(4), 461-473.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29.