BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

NGUYỄN NGỌC TRỌNG

TÁC ĐỘNG CỦA CUNG TIỀN ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

THÁNG 03 NĂM 2011

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

NGUYỄN NGỌC TRỌNG

TÁC ĐỘNG CỦA CUNG TIỀN ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

Chuyên ngành: Tài chính doanh nghiệp

Mã số: 60.31.12

Người hướng dẫn khoa học:

TS. LÊ THỊ KHOA NGUYÊN

THÁNG 03 NĂM 2011

MỤC LỤC

PHẦN MỞ ĐẦU .....**Error! Bookmark not defined.**
I. ĐẶT VẤN ĐỀ.....**Error! Bookmark not defined.**
II. MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU .....**Error! Bookmark not defined.**
III. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU .....**Error! Bookmark not defined.**
IV. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU.....**Error! Bookmark not defined.**
V. Ý NGHĨA KHOA HỌC VÀ THỰC TIỄN .....**Error! Bookmark not defined.**
VI. KẾT CẤU ĐỀ TÀI.....**Error! Bookmark not defined.**
CHƯƠNG I.....**Error! Bookmark not defined.**
CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CUNG TIỀN VÀ TÁC ĐỘNG CỦA CUNG TIỀN ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN .....**Error! Bookmark not defined.**
I. CUNG TIỀN .....**Error! Bookmark not defined.**
1.1 Khái niệm cung tiền.....**Error! Bookmark not defined.**
1.2 Chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến cung tiền.....**Error! Bookmark not defined.**
II. PHƯƠNG THỨC TÁC ĐỘNG CỦA CUNG TIỀN ĐẾN NỀN KINH TẾ .... **Error! Bookmark not defined.**
2.1 Tác động của cung tiền đối với nền kinh tế nhỏ và mở cửa trong điều kiện tỷ giá hối đoái thả nổi .....**Error! Bookmark not defined.**
2.2 Tác động của cung tiền đối với nền kinh tế nhỏ và mở cửa trong điều kiện tỷ giá hối đoái cố định .....**Error! Bookmark not defined.**
2.3 Tác động của cung tiền đến tổng cầu và mức giá....**Error! Bookmark not defined.**
III. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN.....**Error! Bookmark not defined.**
3.1 Khái niệm thị trường chứng khoán.....**Error! Bookmark not defined.**
3.2 Các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán.....**Error! Bookmark not defined.**
3.3 Các chỉ báo trên thị trường chứng khoán .....**Error! Bookmark not defined.**
IV. TÁC ĐỘNG CUNG TIỀN ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN ..... **Error! Bookmark not defined.**
4.1 Tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán trong mối liên hệ với tỷ giá hối đoái .....**Error! Bookmark not defined.**
4.2 Tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán trong mối liên hệ với lạm phát .....**Error! Bookmark not defined.**
4.3 Tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán trong mối liên hệ với dòng vốn đầu tư nước ngoài .....**Error! Bookmark not defined.**
4.4 Tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán trong mối liên hệ với lãi suất .....**Error! Bookmark not defined.**
V. BÀI HỌC KINH NGHIỆM VỀ TÁC ĐỘNG CUNG TIỀN ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở MỘT SỐ QUỐC GIA TRÊN THẾ GIỚI . **Error! Bookmark not defined.**
5.1 Sự mở rộng và co rút nhanh chóng của cung tiền và hệ lụy của nó đối với thị trường chứng khoán Nhật Bản (1990) và Thái Lan (1997)..... **Error! Bookmark not defined.**
5.2 Chính sách cung tiền của FED và những tác động của nó đối với thị trường chứng khoán Mỹ (năm 1937, 1980) .....**Error! Bookmark not defined.**

5.3 Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam về tác động của cung tiền đối với thị trường chứng khoán .....**Error! Bookmark not defined.**
VI. DỮ LIỆU VÀ MÔ HÌNH PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CUNG TIỀN ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN .....**Error! Bookmark not defined.**
6.1 Xây dựng mô hình phân tích tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán Việt Nam theo lý thuyết Đồng liên kết của Granger.....**Error! Bookmark not defined.**
6.2 Dữ liệu .....**Error! Bookmark not defined.**
CHƯƠNG II .....**Error! Bookmark not defined.**
PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CUNG TIỀN ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....**Error! Bookmark not defined.**
GIAI ĐOẠN (2000-2009) .....**Error! Bookmark not defined.**
I. THỰC TRẠNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM GIAI ĐOẠN (2000-2009) .....**Error! Bookmark not defined.**
1.1 Quy mô thị trường chứng khoán Việt Nam.....**Error! Bookmark not defined.**
1.2 Diễn biến thị trường chứng khoán Việt Nam .....**Error! Bookmark not defined.**
1.3 Rủi ro và tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam. **Error! Bookmark not defined.**
II. PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CUNG TIỀN (M2) ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM TRONG GIAI ĐOẠN (2000-2009) ..... **Error! Bookmark not defined.**
2.1 Quan hệ giữa cung tiền và VN-Index.....**Error! Bookmark not defined.**
2.2 Cơ chế tác động cung tiền (M2) đối với thị trường chứng khoán Việt Nam .. **Error! Bookmark not defined.**
2.3 Kiểm nghiệm tác động của cung tiền (M2) đối với TTCK Việt Nam giai đoạn 2000-2009.....**Error! Bookmark not defined.**
CHƯƠNG III.....**Error! Bookmark not defined.**
ĐỀ XUẤT MỘT SỐ GIẢI VỀ CUNG TIỀN VÀ TÁC ĐỘNG CỦA CUNG TIỀN ĐẾN SỰ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM ..... **Error! Bookmark not defined.**
3.1 Nâng cao chất lượng phân tích, dự báo có liên quan đến cung tiền và tác động của cung tiền đối với thị trường chứng khoán .....**Error! Bookmark not defined.**
3.2 Minh bạch thông tin về việc điều chỉnh cung tiền và ảnh hưởng của cung tiền đến thị trường chứng khoán .....**Error! Bookmark not defined.**
3.3 Hoàn thiện cơ chế truyền tải chính sách cung tiền..**Error! Bookmark not defined.**
3.4 Hoàn thiện cơ chế tác động của cung tiền đối với thị trường chứng khoán Việt Nam .....**Error! Bookmark not defined.**
3.5 Nâng cao hiệu quả đầu tư của nền kinh tế để tăng sức mạnh cho chính sách cung tiền trong việc thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển ..... **Error! Bookmark not defined.**
3.6 Tăng cường thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài đối với thị trường chứng khoán .....**Error! Bookmark not defined.**
3.7 Phát triển chứng khoán phái sinh có khả năng phòng ngừa rủi ro do tác động của cung tiền đối với thị trường chứng khoán .....**Error! Bookmark not defined.**
3.8 Thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển thích ứng ngày càng hiệu quả đối chính sách cung tiền .....**Error! Bookmark not defined.**

3.9 Tăng cường sự phối hợp giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa trong việc điều tiết thị trường chứng khoán .....**Error! Bookmark not defined.**
KẾT LUẬN .....**Error! Bookmark not defined.**
TÀI LIỆU THAM KHẢO .....**Error! Bookmark not defined.**
MỤC LỤC i
DANH MỤC BẢNG BIỂU iv
DANH SÁCH HÌNH v

DANH SÁCH CÁC TỪ VIẾT TẮT

CSTT: Chính sách tiền tệ
TTTT: Thị trường tiền tệ
CSTK: Chính sách tài khóa
TTCK: Thị trường chứng khoán
NHNN: Ngân hàng Nhà nước
NHTM: Ngân hàng thương mại
VNĐ: Việt Nam đồng
ECM: Cơ chế hiệu chỉnh sai số
VAR: Mô hình tự hồi quy vectơ
ADF: Augmented Dickey – Fuller
KLGD: Khối lượng giao dịch
GTGD: Giá trị giao dịch
GDP: Tổng sản phẩm quốc nội
FDI: Đầu tư trực tiếp nước ngoài
FII: Đầu tư gián tiếp nước ngoài

DANH MỤC BẢNG BIỂU

Bảng 1: Các chỉ tiêu phản ánh khối lượng tiền tệ..... **Error! Bookmark not defined.**
Bảng 2: Quy mô thị trường chứng khoán Việt Nam ..... **Error! Bookmark not defined.**
Bảng 3: Tỷ suất lợi nhuận và rủi ro của TTCK Việt Nam so với các nước giai đoạn 1/2007-2008 ..... **Error! Bookmark not defined.**
Bảng 4: Kết quả mô hình hồi quy đồng liên kết..... **Error! Bookmark not defined.**
Bảng 5: Kết quả mô hình hiệu chỉnh sai số ..... **Error! Bookmark not defined.**

DANH SÁCH HÌNH

Hình 1: Tăng cung tiền trong điều kiện tỷ giá hối đoái thả nổi **Error! Bookmark not defined.**
Hình 2: Tăng cung tiền trong điều kiện tỷ giá hối đoái cố định**Error! Bookmark not defined.**
Hình 3: Chính sách tiền tệ mở rộng trong nền kinh tế đóng..... **Error! Bookmark not defined.**
Hình 4: Chính sách tiền tệ mở rộng trong nền kinh tế nhỏ và mở.....**Error! Bookmark not defined.**
Hình 5: Mô hình tổng cung – Tổng cầu ngắn hạn..... **Error! Bookmark not defined.**
Hình 6: Diễn biến VN-Index giai đoạn (2000-2009) ..... **Error! Bookmark not defined.**
Hình 7: Chênh lệch sản lượng và lạm phát..... **Error! Bookmark not defined.**
Hình 8: Mối quan hệ giữa M2 và VN-Index ..... **Error! Bookmark not defined.**
Hình 9: Hồi quy giữa tỷ lệ tăng M2 và VN-Index theo quý (2000-2009)..... **Error! Bookmark not defined.**
Hình 10: Diễn biến tỷ giá danh nghĩa VNĐ/USD bình quân tháng giai đoạn 2000-2009 **Error! Bookmark not defined.**
Hình 11: Diễn biến tỷ giá thực VNĐ/USD bình quân tháng giai đoạn 2000-2009.....**Error! Bookmark not defined.**
Hình 12: Mối quan hệ giữa cung tiền (M2) và tỷ giá danh nghĩa VNĐ/USD theo tháng.**Error! Bookmark not defined.**
Hình 13: Mối quan hệ giữa cung tiền (M2) và lạm phát ở Việt Nam .....**Error! Bookmark not defined.**
Hình 14: Mối quan hệ giữa cung tiền M2 và tăng trưởng tín dụng.....**Error! Bookmark not defined.**
Hình 15: Mối quan hệ giữa lạm phát, tổng phương tiện thanh toán và tăng trưởng tín dụng ..... **Error! Bookmark not defined.**
Hình 16: Diễn biến tăng trưởng tín dụng và ICOR ..... **Error! Bookmark not defined.**
Hình 17: FDI đăng ký và thực hiện ..... **Error! Bookmark not defined.**
Hình 18: Lãi suất cơ bản bình quân tháng giai đoạn (2001-2009) .....**Error! Bookmark not defined.**
Hình 19: Lãi suất tái chiết khấu bình quân tháng giai đoạn (2001-2009)**Error! Bookmark not defined.**

PHẦN MỞ ĐẦU

I. ĐẶT VẤN ĐỀ

Cung và cầu tiền là một trong những biến số kinh tế vĩ mô có ảnh hưởng quan trọng đối với thị trường chứng khoán. Thông qua cung ứng tiền tệ mà quan hệ cung – cầu vốn trên thị trường sẽ được điều tiết. Mối quan hệ giữa cung tiền với tăng trưởng kinh tế luôn là mối quan tâm hàng đầu của các nhà hoạch định chính sách, trong đó TTCK được ví như "hàn thử biểu" của nền kinh tế. Do đó, việc nghiên cứu, tìm hiểu mối quan hệ giữa cung tiền và TTCK đã được các nhà khoa học, cũng như các nhà điều hành chính sách tiền tệ rất quan tâm và mong muốn hiểu rõ về nó.

Thị trường chứng khoán Việt Nam vốn còn rất non trẻ, chưa đầy 10 năm tuổi. Tuy nhiên, sự biến động vốn là bản chất của thị trường nên nó cũng đã trải qua nhiều cung bậc thăng trầm như các thị trường chứng khoán phát triển khác. Trong giai đoạn này, chính sách tiền tệ cũng đã có những bước thay đổi, ứng phó trước các diễn biến của nền kinh tế, đi từ việc nới lỏng chính sách tiền tệ để kích thích tăng trưởng kinh tế đến việc thắt chặt để ngăn chặn lạm phát.

Vì vậy, nghiên cứu mối quan hệ giữa cung tiền với thị trường chứng khoán Việt Nam là một việc làm cần thiết. Qua đó, tiến hành hệ thống lại cơ chế tác động của cung tiền đối với thị trường chứng khoán và kiểm nghiệm mối quan hệ này với một mô hình kinh tế lượng thích hợp nhằm giúp chúng ta hiểu rõ và có hệ thống sự tác động của cung tiền đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, từ đó rút ra những bài học kinh nghiệm, đề xuất các giải pháp giúp cho việc cung tiền phát huy được những mặt tích cực, đồng thời hạn chế những mặt tồn tại, yếu kém.

Xuất phát từ những lý do nêu trên, tôi chọn thực hiện đề tài ***"Tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán Việt Nam"***

II. MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU

- Phân tích, lý giải cơ chế tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2000 – 2009;
- Kiểm nghiệm tác động của cung tiền đối với thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2000 – 2009;

- Đề xuất một số giải pháp về cung tiền và tác động của cung tiền đối với sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam;

III. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU

Nghiên cứu về các cơ sở lý thuyết có liên quan đến mối quan hệ giữa cung tiền với thị trường chứng khoán và luận giải cơ chế tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán. Vận dụng lý thuyết về bộ ba bất khả thi để phân tích, nhận định về các tác động của cung tiền đối với thị trường chứng khoán.

Phạm vi nghiên cứu: đề tài tập trung vào phân tích tác động của cung tiền đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, cụ thể là mối quan hệ giữa cung tiền (M2) với chỉ số VNIndex trong khoảng thời gian (2000-2009).

IV. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Đề tài sử dụng kết hợp các phương pháp nghiên cứu như phân tích, tổng hợp, so sánh, đối chiếu và phương pháp quan sát từ thực tiễn để khái quát bản chất của vấn đề nghiên cứu.

Đề tài xây dựng dựa trên cơ sở các lý thuyết về kinh tế học vĩ mô; lý thuyết tài chính doanh nghiệp; lý thuyết tài chính quốc tế; lý thuyết về thống kê; kinh tế lượng…

V. Ý NGHĨA KHOA HỌC VÀ THỰC TIỄN

Là một tài liệu được xây dựng trên các luận cứ khoa học với số liệu thực tế về thị trường chứng khoán và cung tiền nên rất có ý nghĩa về khoa học và thực tiễn. Kết quả là một tài liệu tham khảo hữu ích cho các nhà hoạch định chính sách, nhà đầu tư, sinh viên…

VI. KẾT CẤU ĐỀ TÀI

Nội dung chính của Luận văn bao gồm 3 chương:

Chương I: Cơ sở lý luận về cung tiền và tác động của cung tiền đến TTCK

Chương II: Phân tích tác động của cung tiền đến TTCK Việt Nam giai đoạn 2000-2009

Chương III: Đề xuất một số giải pháp về cung tiền và tác động của cung tiền đối với sự phát triển TTCK Việt Nam

CHƯƠNG I
CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CUNG TIỀN VÀ TÁC ĐỘNG CỦA CUNG TIỀN ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

I. CUNG TIỀN

1.1 Khái niệm cung tiền

Mức cung tiền hay còn gọi là cung ứng tiền tệ hoặc cung tiền là một khái niệm dùng để chỉ lượng cung cấp tiền tệ trong nền kinh tế nhằm đáp ứng nhu cầu mua hàng hóa, dịch vụ, tài sản,… của các cá nhân (hộ gia đình) và doanh nghiệp (không kể các tổ chức tín dụng).

Bảng 1: Các chỉ tiêu phản ánh khối lượng tiền tệ

Ký hiệu	Các tài sản được đưa vào
C	Tiền mặt
M1	Tổng của tiền mặt, tiền gởi không kỳ hạn, séc du lịch và các khoản tiền gởi có thể viết séc
M2	Tổng M1, tiền gởi tiết kiệm và tiền gởi ngắn hạn
M3	Tổng M2, tiền gởi dài hạn
L	Tổng M3, trái phiếu tiết kiệm, trái phiếu kho bạc ngắn hạn và tài sản dễ chuyển đổi thành tiền

Nguồn: Kinh tế học vĩ mô, N. Gregory Mankiw

Trong nghiên cứu này, đề tài sử dụng chỉ tiêu M2 vì đây là chỉ tiêu được sử dụng khá phổ biến trong các nghiên cứu trên thế giới và nguồn dữ liệu được thống kê và công bố tương đối đầy đủ.

1.2 Chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến cung tiền

1.2.1 Nghiệp vụ thị trường mở

Công cụ thị trường mở phản ánh việc Ngân hàng Nhà nước (NHNN) mua hoặc bán các chứng từ có giá trên thị trường tài chính, nhằm đạt đến mục tiêu điều chỉnh lượng tiền trong lưu thông. Các chứng từ có giá mà các NHNN thường sử dụng để tiến

hành các nghiệp vụ thị trường mở là các chứng khoán kho bạc, bởi vì thị trường của những chứng khoán này rất lỏng và có dung lượng kinh doanh lớn.

Khi NHNN đem chứng khoán ra thị trường mở bán, nó sẽ thu được tiền mặt và séc về. Điều này có nghĩa là khối lượng tiền mặt cung ứng cho lưu thông giảm, dự trữ của các ngân hàng trung gian giảm, làm giảm khả năng cung ứng tín dụng của các ngân hàng trung gian, vì vậy cung ứng tiền tệ trong nền kinh tế bị thắt chặt hơn. Ngược lại, NHNN mua chứng khoán từ thị trường mở thì làm cho cung tiền tăng lên.

1.2.2 Dự trữ bắt buộc

Dự trữ bắt buộc là phần tiền gởi mà các ngân hàng trung gian phải đưa vào dự trữ theo luật định. Mức dự trữ bắt buộc cao hay thấp, phụ thuộc vào tỷ lệ dự trữ bắt buộc do Ngân hàng trung ương qui định cao hay thấp. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc là tỷ lệ phần trăm trên lượng tiền gởi mà ngân hàng trung gian huy động được, phải để dưới dạng dự trữ. Như vậy, mỗi ngân hàng chỉ được cho vay số tiền còn lại sau khi trừ đi phần dự trữ bắt buộc. Ngân hàng trung ương có thể hạn chế hoặc mở rộng khối lượng tiền tệ mà ngân hàng có khả năng cung ứng cho nền kinh tế.

Một cách tổng quát, khi ngân hàng trung ương tăng hoặc giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc thì NHNN có thể tăng hoặc giảm hệ số tạo tiền của hệ thống ngân hàng trung gian, và kết quả là khối lượng tín dụng mà các ngân hàng trung gian cung ứng cho nền kinh tế có thể giảm hoặc tăng. Nhìn chung, dự trữ bắt buộc là công cụ mang tính hành chính của NHNN nhằm điều tiết mức cung tiền của ngân hàng trung gian cho nền kinh tế, thông qua hệ số tạo tiền.

1.2.3 Lãi suất chiết khấu

Lãi suất chiết khấu là lãi suất mà NHNN qui định khi nó cho các ngân hàng vay tiền. Các ngân hàng vay tiền của NHNN khi tiền của họ chưa đáp ứng yêu cầu dự trữ bắt buộc. Tỷ lệ chiết khấu càng thấp, tiền vay để dự trữ càng rẻ và các ngân hàng càng vay nhiều, từ đó làm tăng cơ sở tiền và tăng cung ứng tiền tệ. Ngược lại, lãi suất chiết khấu cao thì cung tiền giảm.

II. PHƯƠNG THỨC TÁC ĐỘNG CỦA CUNG TIỀN ĐẾN NỀN KINH TẾ

Mục tiêu là tìm hiểu phương thức tác động của cung tiền đối với các biến số kinh tế vĩ mô (GDP, tỷ giá hối đoái, thu nhập, giá cả) thông qua việc phân tích mô hình Mundell-Fleming. Đây là một dạng của mô hình IS-LM cho nền kinh tế mở với giả định là mức giá cố định (xem xét nền kinh tế trong ngắn hạn). Việc tìm hiểu phương thức tác động của cung tiền đến các biến số kinh tế vĩ mô sẽ giúp cho chúng ta

có một cơ sở khoa học tìm hiểu, phân tích về tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán.

Mối quan hệ giữa các nhân tố trong mô hình Mundell-Fleming được thể hiện qua 3 phương trình sau:

$Y = C(Y-T) + I(r) + G + NX(e)$ hay còn gọi là phương trình IS;

$M/P = L(r, Y)$, gọi là phương trình LM

$r = r^*$

Phương trình đầu tiên mô tả thị trường hàng hóa. Nó phản ánh tổng thu nhập Y bằng tổng tiêu dùng C, đầu tư I, mua hàng của Chính phủ G và xuất khẩu ròng NX. Tiêu dùng tỷ lệ thuận với thu nhập khả dụng Y-T. Đầu tư tỷ lệ nghịch với lãi suất r. Xuất khẩu ròng tỷ lệ nghịch với tỷ giá hối đoái (tỷ giá hối đoái e là lượng ngoại tệ tính trên 1 đơn vị nội tệ).

Phương trình thứ hai mô tả thị trường tiền tệ. Nó phản ánh cung tiền về số dư tiền tệ thực tế M/P bằng cầu L(r, Y). Cầu về số dư thực tế tỷ lệ nghịch với lãi suất và tỷ lệ thuận với thu nhập. Cung ứng tiền tệ M là biến ngoại sinh do NHNN kiểm soát.

Phương trình thứ 3 nói rằng lãi suất thế giới quyết định lãi suất trong nước.

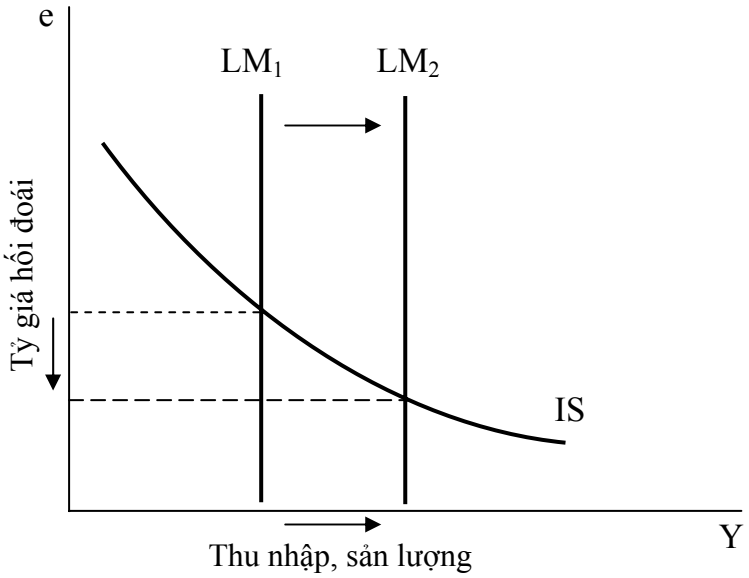
Ba phương trình này mô tả đầy đủ mô hình Mundell-Fleming. Vì vậy, chúng ta sẽ sử dụng mô hình này để phân tích tác động của chính sách cung tiền đến nền kinh tế trong điều kiện tỷ giá thả nổi và tỷ giá cố định.

2.1 Tác động của cung tiền đối với nền kinh tế nhỏ và mở cửa trong điều kiện tỷ giá hối đoái thả nổi

Giả sử NHNN tăng cung tiền. Vì mức giá được giả định không đổi, sự gia tăng cung ứng tiền tệ hàm ý sự gia tăng số dư thực tế. Sự gia tăng của số dư thực tế làm dịch chuyển đường LM sang phải (hình 1). Do đó, biện phát tăng cung tiền làm tăng thu nhập, giảm tỷ giá hối đoái (đồng nội tệ tăng giá so ngoại tệ).

Trong nền kinh tế đóng, biện pháp tăng cung tiền làm giảm lãi suất và điều này thúc đẩy đầu tư. Trong nền kinh tế nhỏ và mở cửa thì sự gia tăng cung ứng tiền tệ sẽ làm gia tăng áp lực giảm lãi suất trong nước, vốn sẽ chảy ra khỏi nền kinh tế. Luồng vốn chảy ra ngăn không cho lãi suất giảm xuống và làm cho tỷ giá hối đoái giảm. Sự sụt giảm của tỷ giá hối đoái làm cho hàng nội rẻ hơn so với hàng ngoại và điều này

làm tăng xuất khẩu ròng. Do vậy, trong nền kinh tế nhỏ và mở cửa tác động của cung tiền đến GDP thông qua việc làm thay đổi tỷ giá hối đoái chứ không phải lãi suất.



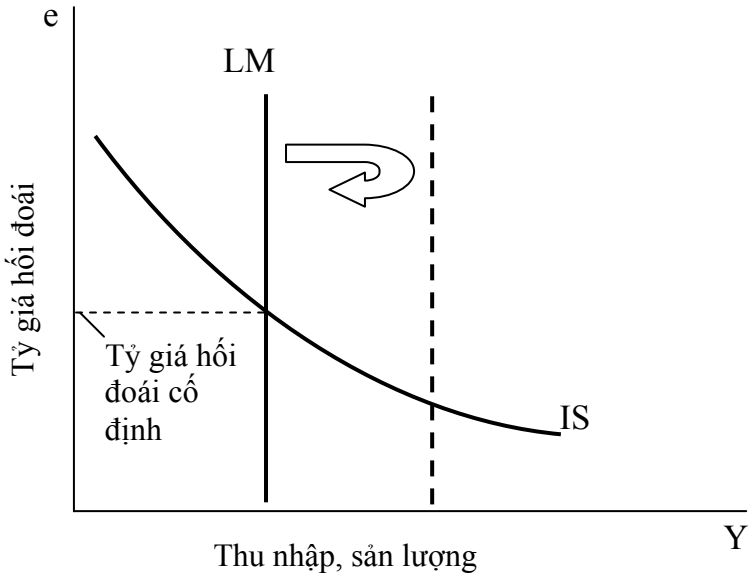
Hình 1: Tăng cung tiền trong điều kiện tỷ giá hối đoái thả nổi

2.2 Tác động của cung tiền đối với nền kinh tế nhỏ và mở cửa trong điều kiện tỷ giá hối đoái cố định

Việc cố định tỷ giá hối đoái làm cho chính sách tiền tệ chỉ tập trung theo đuổi mục tiêu duy nhất là giữ cho tỷ giá hối đoái ở mức công bố. Thực chất của hệ thống tỷ giá hối đoái cố định là việc cam kết của NHNN cho phép cung ứng tiền tệ đến mức đủ để đảm bảo là tỷ giá hối đoái được duy trì ở mức công bố.

Điều cần lưu ý là hệ thống tỷ giá hối đoái này chỉ cố định tỷ giá hối đoái danh nghĩa. Việc nó có cố định tỷ giá hối đoái thực tế hay không còn phụ thuộc vào thời gian xem xét. Nếu giá cả linh hoạt, tỷ giá hối đoái thực tế có thể thay đổi ngay cả khi tỷ giá hối đoái danh nghĩa không thay đổi. Tỷ giá hối đoái danh nghĩa cố định chỉ làm ảnh hưởng đến cung ứng tiền tệ và mức giá.

Nếu NHNN tăng cung ứng tiền tệ, nó sẽ tạo ra áp lực làm giảm tỷ giá hối đoái. Để duy trì tỷ giá hối đoái cố định, cung ứng tiền và đường LM phải trở lại vị trí ban đầu của chúng (hình 2). Do đó, trong điều kiện tỷ giá hối đoái cố định chính sách tiền tệ thông thường là mất đi hiệu lực.

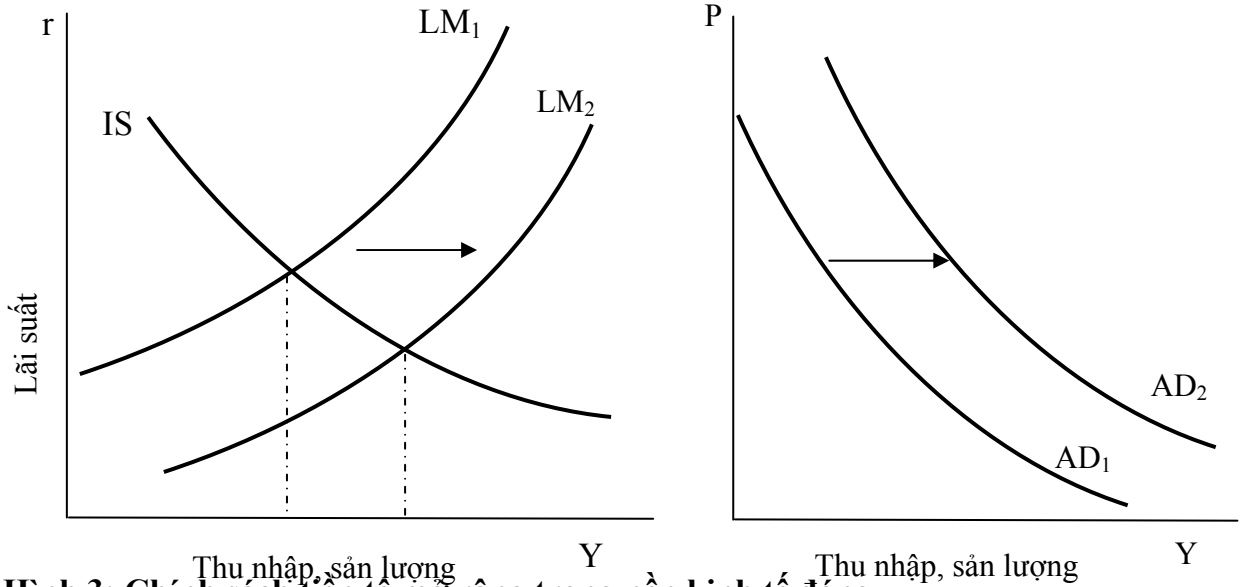


Hình 2: Tăng cung tiền trong điều kiện tỷ giá hối đoái cố định

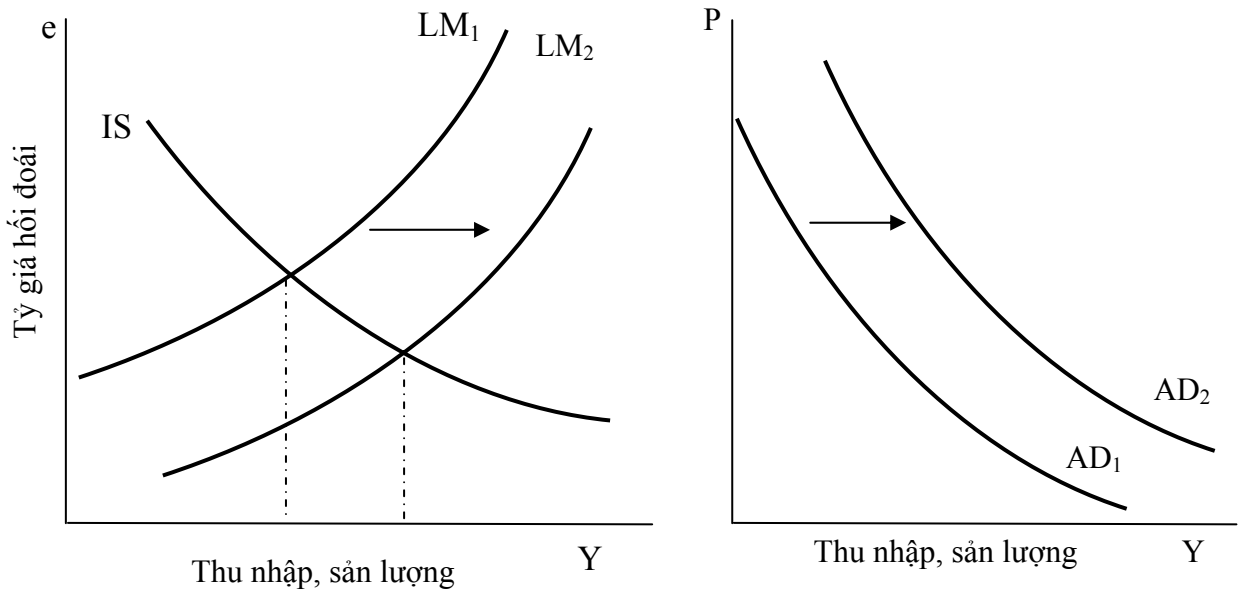
2.3 Tác động của cung tiền đến tổng cầu và mức giá

Dù trong nền kinh tế đóng hay nền kinh tế mở, các chính sách làm tăng thu nhập trong mô hình Mundell-Fleming sẽ làm dịch chuyển đường tổng cầu sang phải. Ngược lại, đường tổng cầu sẽ dịch chuyển sang trái.

Hình 3, hình 4 biểu thị cho sự mở rộng tiền tệ với các mức giá cho trước, cung ứng tiền tệ làm tăng số dư thực tế, làm dịch chuyển đường LM xuống dưới và tăng thu nhập. Do vậy, cung ứng tiền làm dịch chuyển đường tổng cầu ra ngoài.

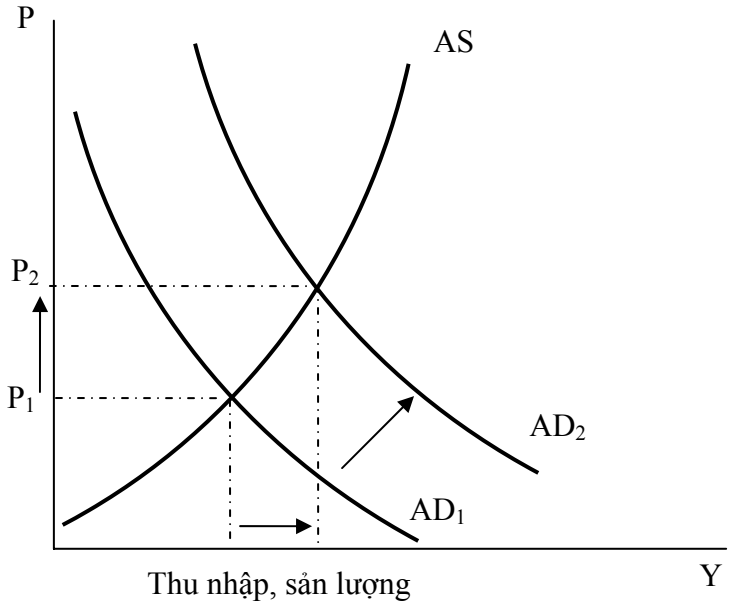


Hình 3: Chính sách tiền tệ mở rộng trong nền kinh tế đóng



Hình 4: Chính sách tiền tệ mở rộng trong nền kinh tế nhỏ và mở

Tổng cầu tăng lên trong khi tổng cung không đổi thì sẽ dẫn đến mức giá gia tăng (lạm phát). Ngược lại, tổng cầu giảm, tổng cung không đổi thì giá sẽ giảm. Các dự đoán của mô hình Mundell-Fleming đều cho chúng ta biết rằng việc tăng cung ứng tiền tệ sẽ dẫn đến tăng thu nhập và làm tổng cầu tăng lên và nếu tổng cung không tăng thì mức giá gia tăng.



Hình 5: Mô hình tổng cung – Tổng cầu ngắn hạn

III. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

3.1 Khái niệm thị trường chứng khoán

Thị trường chứng khoán là nơi giao dịch mua bán chứng khoán. Đó có thể là thị trường chứng khoán có tổ chức hoặc không có tổ chức, tập trung hay không tập trung.

Đặc điểm cơ bản của thị trường chứng khoán là thị trường tự do, tự do nhất trong các loại thị trường. Ở thị trường chứng khoán không có sự độc đoán, can thiệp cưỡng ép về giá. Giá mua bán hoàn toàn do quan hệ cung cầu trên thị trường quyết định.

3.2 Các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán

Trong hoạt động của thị trường chứng khoán có nhiều loại chủ thể khác nhau tham gia, hoặc là bán chứng khoán, hoặc là mua chứng khoán, hoặc là làm trung gian môi giới chứng khoán cho hai bên mua và bán để hưởng hoa hồng môi giới. Bên cạnh đó còn có các chủ thể là Nhà nước, người tổ chức thị trường và các tổ chức phụ trợ.

- Các doanh nghiệp

Các doanh nghiệp tham gia thị trường với tư cách là người tạo ra hàng hóa ở thị trường sơ cấp, và mua bán lại các chứng khoán ở thị trường thứ cấp. Doanh nghiệp là công ty cổ phần có vị trí quan trọng nhất, nó tạo ra khối lượng hàng hóa lớn thông qua phát hành cổ phiếu bán lần đầu ra thị trường sơ cấp, nhằm tạo vốn cho công ty mới thành lập, hoặc phát hành bổ sung vốn phục vụ cho quá trình sản xuất kinh doanh của công ty. Công ty cổ phần không chỉ là chủ thể bán chứng khoán mà nó còn là người mua chứng khoán với nhiều mục đích khác nhau như: đầu tư vào một công ty khác, mua bán hoặc sáp nhập các công ty…Các doanh nghiệp khác cũng có thể phát hành thêm trái phiếu, hoặc cũng có thể là chủ thể mua bán hoặc tạo ra tính thanh khoản cho chứng khoán của họ.

- Các nhà đầu tư riêng lẻ

Là chủ thể quan trọng tham gia thị trường chứng khoán với tư cách là người mua, bán chứng khoán, họ là người có số tiền tiết kiệm và muốn đầu tư số tiền tiết kiệm của mình vào chứng khoán để hưởng lợi tức hàng năm. Họ cũng là người bán lại chứng khoán của mình trên thị trường chứng khoán để rút vốn trước thời hạn hoặc để hưởng những khoản chênh lệch giá. Họ tham gia thị trường bằng nhiều cách khác nhau, có thể là trực tiếp hoặc gián tiếp.

- Các tổ chức tài chính

Các công ty bảo hiểm, các quỹ hưu trí, các quỹ tương hỗ tham gia thị trường với tư cách vừa là người mua, vừa là người bán để tìm kiếm lợi nhuận thông qua hình thức nhận lợi tức, lãi trái phiếu, hoặc tìm kiếm giá thặng dư, hoặc tìm kiếm thanh khoản. Vai trò của các tổ chức này ở các thị trường chứng khoán phát triển ngày càng to lớn. Các ngân hàng thương mại tham gia thị trường với tư cách là người phát hành cổ phiếu để tạo nguồn vốn khi mới thành lập, hoặc tăng vốn bổ sung, hoặc phát hành trái phiếu để huy động vốn.

Ngân hàng thương mại còn thực hiện các dịch vụ trên thị trường chứng khoán như tư vấn phát hành, đại lý phát hành để hưởng phí phát hành hoặc bảo lãnh phát hành toàn bộ để hưởng phí bảo lãnh.

Ngoài ra, ngân hàng thương mại còn thực hiện các dịch vụ khác với tư cách là nhà trung gian môi giới chứng khoán như mua, bán hộ chứng khoán cho khách hàng để hưởng phí hoa hồng, lưu giữ chứng khoán, nhận và trả cổ tức cho khách hàng, làm dịch vụ thanh toán chứng khoán.

- Nhà môi giới kinh doanh chứng khoán

Nhà môi giới là những người trung gian thuần túy, họ hoạt động như các đại lý cho những người mua, bán chứng khoán. Sự tham gia của họ trên thị trường chứng khoán góp phần đảm bảo các loại chứng khoán được giao dịch trên thị trường là chứng khoán thực, giúp cho thị trường hoạt động lành mạnh, đều đặn, hợp pháp, phát triển và bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư. Với tư cách là người kinh doanh chứng khoán, họ thực hiện việc mua, bán chứng khoán cho chính bản thân mình vì mục tiêu tìm kiếm lợi nhuận. Đây là lĩnh vực kinh doanh có rủi ro lớn, nếu giá chứng khoán tăng, người kinh doanh có lời, ngược lại sẽ bị lỗ. Các công ty môi giới thường thực hiện hai nghiệp vụ là môi giới để hưởng phí hoa hồng và tự doanh nhằm tìm kiếm chênh lệch giá.

- Người tổ chức thị trường

Là người cung cấp địa điểm và phương tiện để phục vụ cho việc mua, bán chứng khoán, đó là Sở giao dịch chứng khoán. Ngoài ra, người tổ chức thị trường còn thực hiện chức năng quản lý, điều hành các hoạt động diễn ra tại đây nhằm đảm bảo minh bạch, công bằng trong giao dịch chứng khoán.

- Nhà nước

Nhà nước là đối tượng tham gia thị trường chứng khoán với hai tư cách khác nhau:

Sự tham gia của Nhà nước nhằm đảm bảo cho thị trường hoạt động đúng các qui định pháp luật, bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư, đảm bảo cho thị trường hoạt động công bằng, công khai, trật tự, tránh những tiêu cực có thể xảy ra.

Nhà nước còn tham gia thị trường chứng khoán với tư cách là người cung cấp hàng hóa cho thị trường. Nhà nước tạo hàng hóa cho thị trường chứng khoán thông qua việc Chính phủ hoặc chính quyền địa phương phát hành trái phiếu để vay nợ từ nhân dân và các tổ chức kinh tế trong và ngoài nước ở thị trường sơ cấp, nhằm phục vụ cho các mục tiêu đã đề ra.

Ở thị trường thứ cấp, Nhà nước đóng vai trò là người mua, bán chứng khoán của các doanh nghiệp trong các trường hợp như: Nhà nước muốn nắm tỷ lệ cổ phần chi phối ở một mức nào đó đối với các doanh nghiệp mà Nhà nước muốn quản lý và ngược lại.

3.3 Các chỉ báo trên thị trường chứng khoán

Các chỉ báo về giá cổ phiếu

Chỉ báo giá cổ phiếu là chỉ báo cơ bản phản ánh xu hướng phát triển của thị trường cổ phiếu, thể hiện xu hướng thay đổi của giá cổ phiếu và tình hình giao dịch trên thị trường. Các thông tin về các chỉ số giá thường gặp là: chỉ số tổng hợp, chỉ số ngành…

Chỉ báo giá cổ phiếu có thể được chia thành hai loại: chỉ báo về mức giá trung bình (Giá trung bình – Average); chỉ báo về mức thay đổi giá (Chỉ số giá – Index). Chỉ số giá (Index) là chỉ số áp dụng khá rộng rãi hầu khắp các thị trường chứng khoán trên thế giới.

Chỉ số tổng hợp

Việc đưa ra chỉ số này nhằm so sánh giá trị thị trường hiện tại với một giá trị tham chiếu, hay còn gọi là giá trị cơ sở tại một thời điểm xác định trước đó (gọi là kỳ gốc hay kỳ cơ sở). Thông thường giá trị cơ sở được chọn là 100.

Chỉ số tổng hợp được tính dựa trên hai biến là giá và lượng của phiếu đang lưu hành.

Chỉ số này được xác định như sau:

Chỉ số tổng hợp = (Tổng giá trị thị trường kỳ hiện hành/Tổng giá trị thị trường kỳ cơ sở) x 100

Có hai phương pháp phổ biến được dùng để tính chỉ số này là: phương pháp Laspeyers và phương pháp Paache.

- Chỉ số tổng hợp tính theo phương pháp Laspeyers dựa trên số lượng cổ phiếu ở kỳ cơ sở (kỳ gốc):

$$I_n = \frac{\sum P_{ni} Q_{oi}}{\sum P_{oi} Q_{oi}} x I_0$$

Trong đó,

P_{oi} = giá cổ phiếu thứ i ở kỳ gốc

P_{ni} = giá cổ phiếu thứ i ở kỳ hiện hành

Q_{oi} = số lượng đang lưu hành của cổ phiếu i ở kỳ gốc

I_o = chỉ số kỳ cơ sở

- Chỉ số tổng hợp tính theo phương pháp Paache dựa trên số lượng cổ phiếu kỳ hiện hành:

$$I_n = \frac{\sum P_{ni} Q_{ni}}{\sum P_{oi} Q_{ni}} x I_0$$

Trong đó,

Q_{ni} = số lượng đang lưu hành của cổ phiếu i ở kỳ hiện hành

IV. TÁC ĐỘNG CUNG TIỀN ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

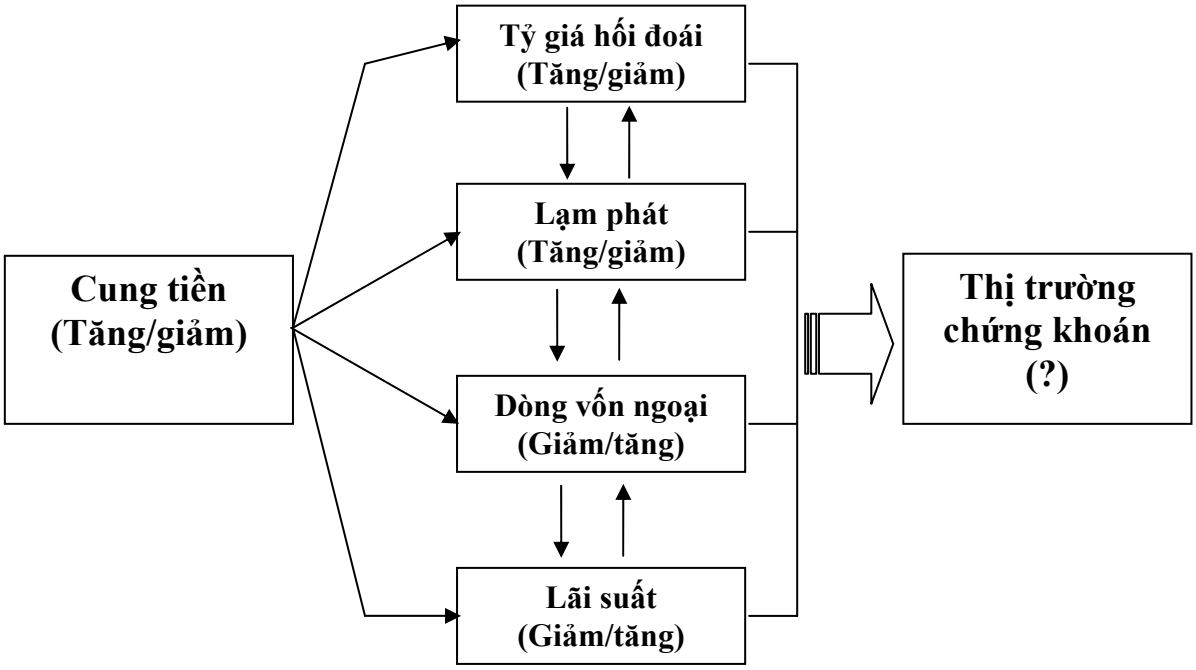
Mô hình Mundell – Fleming đã giúp chúng ta hiểu rỏ về phương thức tác động của cung tiền đối với các biến số kinh tế vĩ mô. Sự thay đổi của các biến vĩ mô này sẽ là những nhân tố quan trọng tác động đến thị trường chứng khoán..

- *Tác động cung tiền tạo hiệu ứng tích cực đối với thị trường chứng khoán:* Cung tiền tăng sẽ kích thích tăng trưởng kinh tế, tạo việc làm dẫn đến thu nhập của người dân tăng lên, từ đó làm cho tổng cầu tăng. Tổng cầu tăng lên sẽ thúc đẩy sản xuất phát triển, từ đó tạo ra ảnh hưởng tích cực đối với thị trường chứng khoán.
- *Tác động cung tiền ảnh hưởng tiêu cực đối với thị trường chứng khoán:* Cung tiền tăng làm cho lạm phát tăng, ảnh hưởng đến tâm lý của các nhà

đầu tư. Do lo ngại lạm phát tăng, NHNN sẽ thắt chặt cung tiền ảnh hưởng đến dòng vốn chảy vào thị trường chứng khoán nên các nhà đầu tư tăng bán, giảm mua dẫn đến giá chứng khoán giảm.

Trong nghiên cứu này, đề tài chỉ đi sâu tìm hiểu tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán trong một cơ chế truyền dẫn với các yếu tố như: tỷ giá hối đoái, lãi suất, lạm phát và dòng vốn đầu tư nước ngoài. Đây cũng là các yếu tố hợp thành của bộ ba bất khả thi trong điều hành chính sách tiền tệ của NHNN.

Sơ đồ: Tóm lượt cơ chế tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán



4.1 Tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán trong mối liên hệ với tỷ giá hối đoái

Khi cung tiền trong nước tăng lên thì lãi suất đồng nội tệ giảm xuống, từ đó làm cho tỷ giá hối đoái tăng lên (đồng nội tệ mất giá). Ngược lại, cung tiền giảm dẫn đến tỷ giá hối đoái giảm (đồng nội tệ tăng giá). Do đó, thay đổi cung tiền tăng/giảm làm cho tỷ giá hối đoái thay đổi theo chiều hướng tăng/giảm. Đến lượt sự thay đổi của tỷ giá hối đoái sẽ tác động đến thị trường chứng khoán.

Tỷ giá hối đoái tăng lên, các doanh nghiệp xuất khẩu sẽ được hưởng lợi nhưng mức độ ảnh hưởng tới từng doanh nghiệp lại khác nhau tùy vào cơ cấu doanh thu trong khi các doanh nghiệp nhập khẩu lại phải tăng thêm chi phí sản xuất. Gánh nặng nợ sẽ càng tăng thêm đối với các doanh nghiệp vay nợ nước ngoài. Do đó, cổ phiếu của các

doanh nghiệp xuất khẩu trở nên hấp dẫn các nhà đầu tư hơn so với các cổ phiếu của các doanh nghiệp nhập khẩu hoặc các doanh nghiệp có tỷ lệ vốn vay bằng ngoại tệ cao.

Ngoài ra, dự trự ngoại tệ của quốc gia không lớn cũng sẽ dẫn đến những quan ngại đối với các nhà đầu tư khi tỷ giá hối đoái gia tăng dưới tác động tăng cung tiền. Vì khi tỷ giá hối đoái gia tăng (đồng nội tệ mất giá) thì buộc NHNN phải can thiệp bằng cách tung một lượng dự trữ ngoại tệ ra để can thiệp và với lượng dự trữ ngoại tệ thấp thì rủi ro đối với quốc gia là rất lớn, từ đó dẫn đến những lo lắng của các nhà đầu tư về nguy cơ bất ổn định kinh tế vĩ mô, ảnh hưởng xấu đến thị trường chứng khoán.

Tỷ giá hối đoái tăng cũng giúp cho quốc gia tăng tính cạnh tranh trong việc thu hút các nguồn đầu tư từ bên ngoài, từ đó nó cũng tạo ra các tác động tích cực hơn cho thị trường chứng khoán.

Ngược lại, tỷ giá hối đoái giảm thì các sản phẩm nhập khẩu trở nên rẻ hơn trong khi các sản phẩm xuất khẩu lại kém tính cạnh tranh hơn trên thị trường thế giới; làm giảm tính cạnh tranh trong thu hút đầu tư nước ngoài của quốc gia, từ đó cũng dẫn đến những tác động không nhỏ đến thị trường chứng khoán.

Với một chính sách tỷ giá thả nổi thì sự thay đổi của tỷ giá dưới tác động của cung tiền hoặc dòng vốn ngoại sẽ không có sự can thiệp của NHNN dẫn đến tỷ giá hối đoái biến động hoàn toàn theo các quan hệ cung – cầu trên thị trường. Sự biến động này cũng có thể đưa đến các rủi ro lớn hơn cho các doanh nghiệp và sẽ có những ảnh hưởng nhất định đến tâm lý của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán.

Ngược lại, lựa chọn một chính sách tỷ giá cố định sẽ giảm được rủi ro do các biến động về tỷ giá hối đoái, nhưng lại tác động đến thị trường chứng khoán từ hệ quả của chính sách tiền tệ kém độc lập.

4.2 Tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán trong mối liên hệ với lạm phát

Cung tiền tăng dẫn đến lạm phát tăng và ngược lại. Lạm phát gia tăng thì giá phải trả để sử dụng vốn sẽ tăng lên để tương xứng với mức độ gia tăng của giá cả. Chính vì vậy, lãi suất huy động của ngân hàng phải tăng lên dẫn tới lãi suất cho vay của các ngân hàng cũng tăng lên, nó tác động đến hành vi tiêu dùng của các cá nhân và chiến lược kinh doanh của các doanh nghiệp, gia tăng chi phí cho các doanh nghiệp,

khiến cho thu nhập thấp hơn và cuối cùng là nó có khuynh hướng làm cho thị trường chứng khoán trở nên kém hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư.

Các khoản vay từ ngân hàng trở nên đắt hơn thì các doanh nghiệp sẽ có tâm lý ngại vay tiền và thực tế thì họ phải trả lãi suất cao hơn cho các khoản vay. Với một doanh nghiệp trong thời kỳ tăng trưởng thì điều này có thể tác động nghiêm trọng, doanh nghiệp phải thu hẹp phạm vi hoạt động và kết quả là lợi nhuận bị giảm sút.

Một khi doanh nghiệp cắt giảm các chi phí đầu tư tăng trưởng hoặc là doanh nghiệp đang tạo ra lợi nhuận ít hơn vì chi phí vay nợ tăng cao hoặc là doanh thu sụp giảm do người tiêu dùng thì dòng tiền tương lai được dự đoán sẽ giảm đi. Và hệ quả là giá cổ phần của doanh nghiệp sẽ thấp xuống. Nếu số lượng doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán có sự sụp giảm này đủ lớn thì xét toàn bộ thị trường, chỉ số thị trường chứng khoán sẽ giảm.

4.3 Tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán trong mối liên hệ với dòng vốn đầu tư nước ngoài

Trong điều kiện tỷ giá thả nổi, chính sách tiền tệ (cung tiền) sẽ độc lập hơn trước những thay đổi của dòng vốn ngoại. Dòng vốn đầu tư nước ngoài thuần tăng lên dẫn đến đồng nội tệ tăng hay nói cách khác nó chỉ tác động làm thay đổi tỷ giá hối đoái mà không gây tác động lên cung tiền. Do đó, yếu tố tác động đến thị trường chứng khoán khi dòng vốn đầu tư nước ngoài tăng/giảm chính là tỷ giá hối đoái chứ không phải là cung tiền.

Trong điều kiện tỷ giá cố định hoặc dao động trong biên độ hẹp thì chính sách tiền tệ (cung tiền) phụ thuộc vào sự thay đổi của dòng vốn đầu tư nước ngoài. Khi lượng vốn đầu tư nước ngoài thuần (bao gồm đầu tư trực tiếp và gián tiếp) tăng lên dẫn đến cung ngoại tệ tăng lên làm cho tỷ giá hối đoái thay đổi, buộc NHNN phải can thiệp bằng cách tăng cung tiền. Ngược lại, đầu tư nước ngoài giảm dẫn đến cầu ngoại tệ tăng lên, tỷ giá hối đoái thay đổi, buộc NHNN can thiệp bằng cách giảm cung tiền, tăng cung ngoại tệ. Do đó, yếu tố tác động đến thị trường chứng khoán khi dòng vốn đầu tư nước ngoài thuần tăng/giảm chính là sự thay đổi của cung tiền. Nếu dòng vốn đầu tư nước ngoài thuần tăng mạnh trong thời gian ngắn dẫn đến cung tiền tăng nhanh, từ đó dẫn đến nguy cơ lạm phát gia tăng làm ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường chứng khoán.

4.4 Tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán trong mối liên hệ với lãi suất

Lãi suất tăng lên dẫn đến chi phí sản xuất tăng lên, làm cho lợi nhuận doanh nghiệp giảm, ngược lại lãi suất thấp sẽ kích thích doanh nghiệp tăng đầu tư. Do đó, lãi suất tăng hoặc giảm cũng là một nhân tố quan trọng tác động đến TTCK.

Lãi suất tăng lên dẫn đến lợi nhuận của doanh nghiệp giảm, rủi ro về đầu tư sẽ gia tăng, nhà đầu tư sẽ cân nhắc giữa việc đầu tư vào công ty và gởi tiết kiệm, khi đó dòng vốn có xu hướng chảy ra khỏi TTCK và kết quả là giá cổ phiếu giảm. Ngược lại, lãi suất thấp sẽ kích thích doanh nghiệp đầu tư mở rộng sản xuất, lợi nhuận tăng lên, dòng tiền tiết kiệm có khuynh hướng chảy vào TTCK, khi đó giá cổ phiếu tăng lên.

Cung tiền là nhân tố trực tiếp và quan trọng tác động làm thay đổi cung về vốn trên thị trường tài chính, từ đó làm thay đổi lãi suất. Cung tiền tăng lên cũng đồng nghĩa với cung về vốn tăng lên dẫn đến lãi suất trên thị trường giảm xuống. Qua đó, tạo ra những tác động tích cực đối với thị trường chứng khoán.

Lãi suất có tác động mạnh nhất đến các nhà đầu tư cũng như TTCK là lãi suất chiết khấu của NHNN. Lãi suất chiết khấu, hay còn gọi là lãi suất tái chiết khấu là lãi suất mà NHNN đánh vào các khoản tiền cho các ngân hàng thương mại vay để đáp ứng nhu cầu tiền mặt ngắn hạn hoặc bất thường của các ngân hàng này.

Tác động của lãi suất chiết khấu đến thị trường chứng khoán

Các ngân hàng thương mại phải tính toán tỷ lệ giữa tiền mặt và tiền gửi (dự trữ của ngân hàng) để đáp ứng nhu cầu của khách hàng và họ có một tỷ lệ giữa tiền mặt và tiền gửi an toàn tối thiểu. Tỷ lệ này ngoài quy định của NHNN về tỷ lệ dự trữ bắt buộc còn phụ thuộc vào tình hình kinh doanh của ngân hàng thương mại và dự trữ của ngân hàng thường lớn hơn dự trữ bắt buộc do ngân hàng trung ương quy định.

Khi tỷ lệ dự trữ tiền mặt thực tế của ngân hàng thương mại giảm xuống đến gần tỷ lệ an toàn tối thiểu thì họ sẽ phải cân nhắc việc có tiếp tục cho vay hay không vì buộc phải tính toán giữa số tiền thu được từ việc cho vay với các chi phí liên quan trong trường hợp khách hàng có nhu cầu tiền mặt cao bất thường:

- *Nếu lãi suất chiết khấu bằng lãi suất thị trường* thì ngân hàng thương mại sẽ tiếp tục cho vay đến khi tỷ lệ dự trữ tiền mặt giảm đến mức tối thiểu cho phép vì nếu thiếu tiền mặt họ có thể vay từ NHNN mà không phải chịu bất kỳ thiệt hại nào.

- *Nếu lãi suất chiết khấu cao hơn lãi suất thị trường*, các ngân hàng thương mại không thể để cho tỷ lệ dự trữ tiền mặt giảm xuống đến mức tối thiểu cho phép, thậm chí phải dự trữ thêm tiền mặt để tránh phải vay tiền từ NHNN với lãi suất cao hơn lãi suất thị trường khi phát sinh nhu cầu tiền mặt bất thường từ phía khách hàng.

Do vậy, với một lượng tiền cơ sở nhất định, bằng cách quy định lãi suất chiết khấu cao hơn lãi suất thị trường, NHNN có thể buộc các ngân hàng thương mại phải dự trữ tiền mặt bổ sung khiến cho số nhân tiền tệ giảm xuống (vì bội số của tiền gửi so với tiền mặt giảm) để làm giảm lượng cung tiền. Ngược lại, khi lãi suất chiết khấu giảm xuống thì các ngân hàng thương mại có thể giảm tỷ lệ dự trữ tiền mặt và do vậy số nhân tiền tệ tăng lên dẫn đến tăng lượng cung tiền.

Thông qua lãi suất chiết khấu NHNN có thể kiểm soát được lạm phát. Đây cũng là cách phổ biến mà NHNN các nước sử dụng. Nói một cách khác, bằng cách tăng lãi suất chiết khấu, NHNN làm giảm lượng cung tiền trong nền kinh tế bằng việc làm cho chi phí vay trở nên đắt hơn. Ngược lại, giảm lãi suất chiết khấu, NHNN làm cho lượng cung tiền trong nền kinh tế tăng lên.

Lãi suất chiết khấu tăng khiến cho việc vay tiền của ngân hàng thương mại từ NHNN trở nên đắt hơn. Tuy nhiên, sự gia tăng lãi suất chiết khấu không chỉ dừng lại ở đó, nó còn tạo nên tác động lan truyền ảnh hưởng đến hầu hết các cá nhân và doanh nghiệp.

Tác động gián tiếp đầu tiên của việc gia tăng lãi suất chiết khấu: các ngân hàng sẽ tăng lãi suất cho vay đối với khách hàng. Khách hàng cá nhân bị ảnh hưởng thông qua việc lãi suất tăng đối với thẻ tín dụng và các khoản vay ngắn hạn khác. Điều này tác động lên các cá nhân người tiêu dùng, họ sẽ có ít tiền hơn để chi tiêu. Sau cùng, mỗi tháng mọi người đều phải trả tiền cho các hoá đơn và khi các hoá đơn này trở nên đắt hơn thì khoản thu nhập dự phòng của mỗi gia đình sẽ trở nên ít hơn. Điều này có nghĩa là mọi người sẽ giảm tiêu cho các dịch vụ và hàng hóa cao cấp, và điều này sẽ tác động đến doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp.

Đối với nhiều nhà đầu tư, thị trường đi xuống hoặc giá chứng khoán sụt giảm là điều không hề mong muốn. Nhà đầu tư nào cũng kỳ vọng giá trị khoản đầu tư của mình sẽ không ngừng tăng lên, có thể là ở dạng lãi vốn, cổ tức hoặc cả hai. Nhưng với kỳ vọng về sự tăng trưởng trong tương lai thấp hơn và dòng tiền trong tương lai của

doanh nghiệp không tốt như mong đợi, chắc chắn không nhà đầu tư thông minh nào tiếp tục đánh giá cao doanh nghiệp, nhà đầu tư sẽ mong đợi ít hơn khi sở hữu các cổ phần.

Hơn nữa, đầu tư vào cổ phiếu có thể được xem là rủi ro hơn so với việc đầu tư vào các lĩnh vực khác. Do vậy khi giá chứng khoán sụt giảm, các nhà đầu tư có xu hướng rút vốn ra khỏi thị trường chứng khoán để đầu tư vào các tài sản khác như trái phiếu, vàng, bất động sản…

Khi lãi suất chiết khấu gia tăng, hiệu ứng tổng thể là nó sẽ làm giảm lượng cung tiền nhằm mục đích duy trì lạm phát ở mức thấp. Nó cũng làm cho việc vay tiền của các cá nhân và doanh nghiệp trở nên đắt hơn, nó tác động đến hành vi tiêu dùng của các cá nhân và chiến lược kinh doanh của các doanh nghiệp, gia tăng chi phí cho các doanh nghiệp, khiến cho thu nhập thấp hơn và cuối cùng là nó có khuynh hướng làm cho thị trường chứng khoán trở nên kém hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư.

V. BÀI HỌC KINH NGHIỆM VỀ TÁC ĐỘNG CUNG TIỀN ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở MỘT SỐ QUỐC GIA TRÊN THẾ GIỚI

Qua tìm hiểu tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán ở một số quốc gia trên thế giới như Mỹ, Nhật Bản, Thái Lan…sẽ giúp cho chúng ta rút ra được những bài học kinh nghiệm quý báu cho việc điều hành chính sách cung tiền ở Việt Nam mà tác động của nó giúp thị trường chứng khoán có được sự phát triển ổn định trong dài hạn.

5.1 Sự mở rộng và co rút nhanh chóng của cung tiền và hệ lụy của nó đối với thị trường chứng khoán Nhật Bản (1990) và Thái Lan (1997)

Sự mở rộng và co rút quá nhanh chóng của cung tiền tệ là nguyên nhân gây nên bong bóng tài sản ở Nhật Bản (1990), Thái Lan (1997) và kết quả là bong bóng bị vỡ làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến thị trường chứng khoán.

Nhật Bản trước năm 1990, NHTW Nhật Bản đã thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng (tăng mạnh cung tiền) để kích thích tăng trưởng. Giảm lãi suất chiết khấu từ năm 1985 của ngân hàng trung ương bắt nguồn cho sự tăng trưởng nhảy vọt.

Tiếp theo việc giảm lãi suất này, NHTW Nhật Bản đã mở rộng dung lượng tiền tệ ở mức trung bình là 10,5% mỗi năm, từ năm 1986-1990 (theo Số thống kê Tài

chánh thế giới năm 2001- International Financial Statistics Yearbook 2001) trong khi hiệu quả của nền kinh tế thấp, chậm được cải thiện và kết quả là gây nên tình trạng bong bóng bất động sản và thị trường cổ phiếu bị căng phồng lớn nhất trong lịch sử tài chính nước này.

Chính phủ ứng phó bằng cách thắt chặt chính sách tiền tệ, tăng tiền lời 5 lần đến mức 6% trong vòng 2 năm 1989 và 1990. Nền kinh tế sụp đổ sau các lần gia tăng tiền lời này.

Thái Lan trước năm 1997, cung tiền tăng rất nhanh (Thái Lan, cung tiền tăng hơn 20%/năm), kết quả là dẫn đến tăng trưởng tín dụng nóng. Điều này đưa đến các khoản vay lớn và điều kiện cho vay trở nên dễ dàng hơn, từ đó giá của các tài sản, nhất là các tài sản như bất động sản, chứng khoán tăng lên nhanh chóng và hình thành các bóng bóng tài sản và ngày càng căng phồng.

Đầu năm 1997 ở Thái Lan bong bóng này bắt đầu vỡ tan dẫn đến các khoản nợ xấu xuất hiện ngày càng nhiều hơn trên bảng tổng kết tài sản của các ngân hàng. Các khoản nợ xấu này đến lượt nó là nguyên nhân dẫn đến sự phá sản hàng loạt của các ngân hàng và kéo theo đó là thị trường chứng khoán giảm đi nhanh chóng; lạm phát tăng nhanh.

Để kiềm chế lạm phát, NHTW Thái Lan đã áp dụng chính sách thắt chặt tiền tệ. Tuy nhiên, việc giảm cung tiền quá đột ngột đã gây nên những tác động tiêu cực đến TTCK Thái Lan và kết quả là mất hơn 10 năm TTCK của Thái Lan mới dần lấy lại ổn định.

5.2 Chính sách cung tiền của FED và những tác động của nó đối với thị trường chứng khoán Mỹ (năm 1937, 1980)

Giai đoạn (1929-1933), FED đã nới lỏng chính sách tiền tệ để ứng phó khủng hoảng, đến năm 1936 do lo ngại lạm phát gia tăng FED đã thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt (giảm cung tiền) và kết quả là đã làm bóp nghẹt sự phục hồi vốn còn non yếu sau khủng hoảng của thị trường chứng khoán Mỹ khi đó, và khiến nó một lần nữa lao dốc vào năm 1937 (giảm 24% so năm 1936).

Ngoài ra, sau một thời gian nới lỏng chính sách tiền tệ để kích thích tăng trưởng, cuối năm 1979 lạm phát ở Mỹ tăng nhanh, FED đã tiến hành thắt chặt tiền tệ

và kết quả là lạm phát được ngăn chặn, nhưng kinh tế lại trì trệ, thất nghiệp gia tăng. Điều này đã khiến cho thị trường chứng khoán Mỹ giảm hơn 20% vào năm 1980.

5.3 Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam về tác động của cung tiền đối với thị trường chứng khoán

Thứ nhất, cung tiền tăng liên tục qua các năm dẫn đến lạm phát có nguy cơ bùng nổ khi đã tích lũy đủ lớn, và càng rủi ro nhiều hơn nếu gặp các tác động bất lợi từ bên ngoài, nhất là các tác động suy thoái kinh tế, khủng hoảng tài chính khu vực và thế giới. Một khi điều này xảy ra thì thị trường chứng khoán rơi vào tình trạng lao dốc rất nhanh, phục hồi chậm.

Thứ hai, Sự mở rộng và co rút quá nhanh chóng của cung tiền tệ là nguyên nhân gây nên bong bóng tài sản và kết quả là bong bóng bị vỡ làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến thị trường chứng khoán.

Cung tiền tăng để kích thích tăng trưởng kinh tế và tạo việc làm, từ đó dẫn đến tăng trưởng tín dụng gia tăng. Nếu cung tiền tăng nhanh và đủ lớn, nó sẽ dẫn đến tăng trưởng tín dụng nóng. Điều này đưa đến các khoản vay lớn và điều kiện cho vay trở nên dễ dải hơn, từ đó giá của các tài sản, nhất là các tài sản như bất động sản, chứng khoán tăng lên nhanh chóng và hình thành các bóng bóng tài sản và ngày càng căng phồng.

Một khi các bong bóng này vỡ tan do nhiều nguyên nhân sẽ dẫn đến các khoản nợ xấu xuất hiện ngày càng nhiều hơn trên bảng tổng kết tài sản của các ngân hàng. Các khoản nợ xấu này đến lượt nó là nguyên nhân dẫn đến sự phá sản hàng loạt của các ngân hàng và kéo theo đó là thị trường chứng khoán sụp đổ.

Ngoài ra, do cung tiền tăng nhanh dẫn đến lạm phát gia tăng nhanh chóng và để ngăn chặn lạm phát buộc NHTW phải siết chặt cung tiền. Tuy nhiên, việc siết chặt cung tiền nếu diễn ra một cách đột ngột sẽ tạo nên một cú sốc lớn cho nền kinh tế và thị trường chứng khoán.

Thứ ba, chính sách tiền tệ kém độc lập khi thực hiện chính sách tỷ giá cố định hoặc tỷ giá hối đoái neo dao động trong biên độ hẹp. Khi đó, tác động của dòng vốn đầu tư nước ngoài sẽ tạo ra các rủi ro cho thị trường chứng khoán. Nếu dòng vốn đầu tư nước ngoài thuần tăng nhanh thì buộc NHTW phải can thiệp bằng cách tăng cung tiền và khi dòng vốn này rút khỏi thì NHTW phải giảm cung tiền, đồng thời giảm dự

trữ ngoại tệ. Điều này tạo cơ hội cho các nhà đầu cơ tài chính tấn công và dễ dẫn đến nguy cơ đổ vỡ của toàn hệ thống tài chính quốc gia, gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến thị trường chứng khoán trong nước.

Thứ tư, tăng cung tiền nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế trong khi hiệu quả sử dụng vốn của nền kinh tế thấp, chậm được cải thiện là nguyên nhân dẫn đến những bất ổn đối với thị trường chứng khoán trong dài hạn.

Hiệu quả sử dụng vốn thấp hoặc giảm dẫn đến độ lệch pha về tốc độ tăng cung tiền và tốc độ tăng trưởng GDP thực ngày càng lớn. Sự lệch pha này cũng dẫn đến nguy của sự bùng nổ về lạm phát.

Khi lạm phát tăng lên nhanh chóng, NHTW không thể tiếp tục tăng cung tiền để kích thích tăng trưởng mà phải chuyển sang giảm cung tiền để chống lạm phát. Vì nền kinh tế hiệu quả thấp, tăng trưởng GDP dựa vào tăng cung tiền nên khi giảm cung tiền thì sự tổn thương đối với nền kinh tế là rất lớn và sự hồi phục của nó phải kéo dài, tăng trưởng kinh tế giảm đi cũng sẽ dẫn đến thị trường chứng khoán đi xuống.

VI. DỮ LIỆU VÀ MÔ HÌNH PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CUNG TIỀN ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

6.1 Xây dựng mô hình phân tích tác động của cung tiền đến thị trường chứng khoán Việt Nam theo lý thuyết Đồng liên kết của Granger

Đối với dữ liệu chuỗi thời gian, có hai mô hình phân tích khá phổ biến được áp dụng rộng rãi trong các nghiên cứu trên thế giới là: mô hình phân tích đồng kết hợp và cơ chế hiệu chỉnh sai số (ECM); mô hình tự hồi quy véctơ (VAR).

Trong nghiên cứu này, đề tài sử dụng lý thuyết Đồng liên kết (Cointegration theory) và Cơ chế hiệu chỉnh sai số (ECM – Error Correction Model) nhằm kiểm định các hiệu ứng ngắn hạn và dài hạn của tác động của cung tiền (M2) đến chỉ số VN-Index, nhằm xác định mô hình của mối quan hệ giữa hai nhân tố này. Lý thuyết Đồng liên kết được phát triển bởi Granger (1981) và hoàn thiện bởi Engle và Granger (1987).

Lý thuyết này, từ đó, được áp dụng phổ biến trong phân tích quan hệ giữa các biến số kinh tế là dãy số thời gian, ví dụ trong các nghiên cứu của Bayoumi (1996), Wren-Lewis (1998), Lord (2002).

Mối quan hệ giữa cung tiền và thị trường chứng khoán là mối quan tâm của nhiều nhà kinh tế từ trước tới nay. Trong nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng mối quan hệ này thay đổi theo thời gian, và có thể chia làm hai dạng là quan hệ trong ngắn hạn và quan hệ trong dài hạn.

Thứ nhất, các thay đổi trong cung tiền sẽ có những ảnh hưởng trực tiếp lên tỷ lệ chiết khấu (r), từ đó có thể ảnh hưởng đến giá chứng khoán tức thời hoặc trễ một vài tháng, vài quý.

Thứ hai, trong nhiều nghiên cứu trước đây đã chỉ ra rằng mối quan hệ giữa cung tiền với GDP là đồng liên kết (mối quan hệ trong dài hạn) As. Petelis (1997). Do đó, những tác động dài hạn của cung tiền, lãi suất đối với sức khỏe của nền kinh tế, từ đó ảnh hưởng lên các dòng DIV tương lai của các doanh nghiệp.

Như vậy, theo thời gian (trong dài hạn) những tác động của cung tiền, lãi suất vẫn tiếp tục ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán.

Để kiểm định mối quan hệ giữa cung tiền (M2) và VN-Index (VNI), một phương trình biểu thị mối quan hệ này được đề xuất như sau:

$$\ln(vni_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(m_t) + u_t \qquad (3)$$

Trong đó:

vni là chỉ số VN-Index, đơn vị tính là điểm

m là cung tiền M2, đơn vị tính là tỷ đồng

u là độ nhiễu

t biểu thị về thời gian (tháng)

α_1 là những thông số mô hình về mối quan hệ giữa cung tiền (M2) với chỉ số VN-Index

ln biểu thị logarit tự nhiên

Kỳ vọng dấu: $\alpha_1 > 0$

Mô hình định lượng

Với mô hình biểu thị mối quan hệ giữa cung tiền được xác đinh ở trên (biểu thức 3), đề tài áp dụng phương pháp phân tích mối quan hệ này bằng lý thuyết Đồng liên kết (Cointegration theory) và mô hình cơ chế hiệu chỉnh sai số (ECM – Error Correction Model).

Phân tích biến động dài hạn – Mô hình Đồng liên kết

Trong nghiên cứu kinh tế, chúng ta thường giả lập mô hình mà ở đó các biến số kinh tế có quan hệ với nhau và thường được mô tả dưới dạng các cân bằng, chẳng hạn như:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 x_t + u_t$$

Trong đó: y_t và x_t là các biến chuỗi, α là tham số ước lượng, và u_t là sai số. Điều đáng quan tâm ở đây là nếu phương trình cân bằng trên là tồn tại thì đặc tính của sai số cân bằng u_t sẽ là như thế nào.

Một đặc trưng quan trọng của u_t sẽ là một biến chuỗi có giá trị trung bình nhỏ và không có xu hướng lớn dần hay nhỏ dần theo thời gian. Vì vậy, nếu biến chuỗi sai số này là biến ngẫu nhiên thì giá trị trung bình ước tính sẽ bằng 0 và có cùng phương sai. Một biến chuỗi sai số với đặc tính này được gọi là biến chuỗi dừng.

Biến chuỗi dừng là khái niệm cơ bản và quan trọng trong lý thuyết Đồng liên kết. Vì thế, trong khi ước lượng các tham số hoặc kiểm định giả thiết của các mô hình, nếu không kiểm định thuộc tính này của biến chuỗi thì các kỹ thuật phân tích thông thường (chẳng hạn như kỹ thuật OLS) sẽ không còn chính xác và hợp lý.

Do đó, nếu sử dụng phương pháp phân tích hồi quy tương quan như trên sẽ dẫn đến "*tương quan giả*" (Granger và Newbold, 1974). Kết quả của loại hồi quy này sẽ dẫn đến các kiểm định thống kê như t, F, R^2 sẽ bị lệch. Nói một cách khác, hồi quy lệch sẽ cho kết quả các kiểm định thống kê t và R^2 rất tốt nhưng mô hình có thể hoàn toàn không có ý nghĩa. Vì vậy, trước khi xây dựng và phân tích mô hình, cần phải có kiểm định thuộc tính dừng của các biến chuỗi trước khi đưa vào sử dụng.

Hai biến chuỗi y_t và x_t được coi là đồng liên kết (cointegrated) nếu tồn tại một tham số để:

$u_t = y_t + \alpha x_t$ cũng là một biến chuỗi có tính dừng.

Dựa vào lý thuyết về Đồng liên kết như trên, chúng ta có phương pháp kiểm định và phân tích mô hình sử dụng như sau:

(i) Kiểm tra thuộc tính dừng của dữ liệu bằng phương pháp ADF (Augmented Dickey – Fuller)

(ii) Nếu các biến sử dụng là dừng liên kết cùng bậc thì tiến hành phương pháp hồi quy với phương trình: $\ln(vni_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(m_t) + u_t$

(iii) Nếu các biến sử dụng là không dừng riêng lẻ, cùng bậc thì kiểm tra thuộc tính dừng của phần dư (residual) từ kết quả hồi quy của chúng. Nếu phần dư là một biến chuỗi dừng thì hai biến số trong mô hình là đồng liên kết. Từ đó phân tích kết quả mô hình.

Phân tích biến động ngắn hạn – Mô hình ECM (Cơ chế hiệu chỉnh sai số)

Hệ số α_1 là các kết quả ban đầu của hệ số co giãn dài hạn của chỉ số VN-Index với cung tiền (M2) (từ mô hình đồng liên kết). Bước tiếp theo là ước lượng phương trình động, trong đó có các hiệu số khác biệt thứ nhất (first difference) của biến độc lập và sai số trễ (lag residuals) từ phương trình đầu tiên được gọi là "biến điều chỉnh sai số" (error-correction term). Cụ thể, mô hình ECM được sử dụng trong nghiên cứu này là mô hình kinh tế lượng chuẩn tắc có dạng sau:

$$\Delta \ln(vni_t) = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k} \alpha_i \Delta \ln(m_{t-i}) + \beta u_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (4)$$

Trong đó

Δ là ký hiệu sai phân bậc 1, u_{t-1} là giá trị của số dư từ hồi quy đồng liên kết ở độ trễ một thời đoạn; ε là số hạn sai số của mô hình (4)

α_i là hệ số co giãn VN-Index ngắn hạn lần lượt với các trễ của cung tiền, β là hệ số của biến điều chỉnh sai số chỉ tốc độ mà hệ thống tiếp cận đến trạng thái cân bằng dài hạn. Cụ thể, mức độ trễ trung bình của quá trình điều chỉnh đến trạng thái cân bằng dài hạn là $-1/\beta$. Điều này có nghĩa là giá trị tuyệt đối của β càng lớn thì quá trình điều chỉnh diễn ra càng nhanh.

6.2 Dữ liệu

Tiến hành thu thập và xây dựng cơ sở dữ liệu theo tháng đối với các biến số: VN-Index, cung tiền (M2), lạm phát, lãi suất cơ bản, lãi suất chiết khấu trong giai đoạn (2000 – 2009). Do TTCK Việt Nam mới hình thành và phát triển chưa tới 10 năm, nên đề tài sử dụng dữ liệu phân tích theo tháng (gồm 105 tháng) nhằm tăng số lượng mẫu, tăng độ tin cậy cho các kết quả phân tích.

Nguồn dữ liệu thu thập được chủ yếu là từ Ngân hàng Nhà nước, các báo cáo của Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) và Ngân hàng ADB và thống kê tài chính quốc tế (IFS). Dữ liệu phân tích được mã hóa và nhập vào bảng tính của phần mềm SPSS 11.5, sau

đó tiến hành các biến đổi phù hợp, kiểm tra tính chất dữ liệu và ước lượng các thông số của mô hình.

Dữ liệu về các biến số VN-Index, cung tiền, lãi suất cơ bản, lạm phát của Việt Nam giai đoạn (2000 – 2009) là dữ liệu chuỗi thời gian. Do đó, việc xây dựng mô hình phân tích và các kiểm định cần phải phù hợp để các thông số của mô hình phản ánh đúng với bản chất của hiện tượng nghiên cứu.

Kết luận chương I

Mối quan hệ giữa cung tiền và TTCK thu hút sự quan tâm của nhiều nhà khoa học và nhà hoạch định chính sách. Có rất nhiều công trình nghiên cứu trên thế giới bao gồm cả định tính và định lượng về mối quan hệ này và mang lại những kết quả hữu ích cho các nhà điều hành chính sách, nhất là chính sách tiền tệ.

Ở Việt Nam, tuy TTCK còn khá non trẻ nhưng cũng đã xuất hiện nhiều bài viết, bài phân tích về tác động của cung tiền đối với TTCK. Kết quả của các bài viết này đã giúp chúng ta hình dung được về một mối quan hệ giữa cung tiền và TTCK và phần nào về cơ chế tác động của cung tiền đến TTCK. Tuy nhiên, các bài viết mới dừng lại ở dạng phân tích định tính và thường chỉ tập trung phân tích sâu về một khía cạnh của cung tiền mà chưa hệ thống lại cơ chế tác động của chúng đến TTCK.

Trong nghiên cứu này, đề tài tiến hành hệ thống lại cơ chế tác động của cung tiền đối với TTCK dựa trên cơ sở luận về bộ ba bất khả thi. Ngoài ra, bên cạnh những phân tích định tính, đề tài tiến hành xây dựng mô hình phân tích định lượng để đánh giá tác động trong ngắn hạn và dài hạn của cung tiền đối với TTCK.

CHƯƠNG II
PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CUNG TIỀN ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM GIAI ĐOẠN (2000-2009)

I. THỰC TRẠNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM GIAI ĐOẠN (2000-2009)

1.1 Quy mô thị trường chứng khoán Việt Nam

Tuy thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam mới chỉ gần 10 năm tuổi, nhưng *quy mô đã tăng lên một cách nhanh chóng*, nhất là trong giai đoạn 2005-2009. Khối lượng giao dịch (KLGD) năm 2005 tăng gấp 7,6 lần so với năm 2001, đến năm 2009 tăng gấp 265 lần. Giá trị giao dịch (GTGD) năm 2005 tăng gấp 10,5 lần so năm 2001, đến năm 2009 tăng lên gấp 242 lần. Do giai đoạn 2007-2009, suy thoái kinh tế thế giới đã tác động lên TTCK Việt Nam, dẫn đến giá cổ phiếu giảm mạnh nên GTGD có xu hướng tăng chậm hơn so với KLGD.

Giá trị vốn hóa toàn thị trường năm 2005 tăng lên gấp 9,3 lần so với năm 2001, chiếm 9,6% GDP; đến năm 2009 tăng lên gấp 77 lần, chiếm 45% GDP.

Bảng 2: Quy mô thị trường chứng khoán Việt Nam

Chỉ tiêu	Năm				Chênh lệch (lần)		
	2001	**2005**	**2007**	**2009**	***2005/2001***	***2009/2005***	***2009/2001***
KLGD (triệu CP)	61	462	2.426	16.197	*7,6*	*35,1*	*265,5*
GTGD (tỷ đồng)	2.562	26.796	281.258	620.823	*10,5*	*23,2*	*242,3*
GT vốn hóa (tỷ đồng)	8.663	80.564	348.833	669.000	*9,3*	*8,3*	*77,2*
% so GDP	1,8	9,6	30,5	45,0			

Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM

Số lượng doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam tăng lên từ 10 doanh nghiệplên 154 doanh nghiệp năm 2005 và 238 doanh nghiệp năm 2009, với nhịp độ tăng bình quân 10%/năm trong cả giai đoạn (2001-2009). Số lượng doanh nghiệp có

quy mô lớn có mặt ngày càng nhiều trên thị trường, đã giúp cho chỉ số VN-Index ngày càng phản ánh sát với tình hình kinh tế của đất nước.

Sự phát triển mạnh mẻ của TTCK Việt Nam còn được phản ánh thông qua số lượng công ty chứng khoán và số tài khoản của nhà đầu tư được mở tăng lên nhanh chóng. Năm 2005, có tổng cộng là 10 công ty chứng khoán với 1000 tài khoản được mở tăng lên so 3 công ty chứng khoán và 200 tài khoản của năm 2001, đến năm 2009, con số này lần lượt là 300 công ty và 3000 tài khoản được mở.

Quy mô TTCK Việt Nam đã có bước tăng đáng kể, nhưng vẫn còn nhỏ bé và non trẻ so với TTCK thế giới, số lượng doanh nghiệp niêm yết chưa nhiều; chỉ số VN-Index chưa thực sự là "hàng thử biểu" phản ánh sát diễn biến tình hình kinh tế của đất nước.

1.2 Diễn biến thị trường chứng khoán Việt Nam

Kể từ khi thành lập cho đến nay, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có những diễn biến tương đối phức tạp. Có thể nói, có những giai đoạn, TTCK chưa thực sự hoạt động theo quy luật cung - cầu của thị trường mà ảnh hưởng của yếu tố tâm lý, yếu tố bầy đàn và theo dõi động thái của nhà đầu tư nước ngoài thống lĩnh chủ yếu, quyết định tới hành vi của TTCK. Thông qua các nghiên cứu kiểm định lý thuyết và thực tế cho thấy, nếu như TTCK được xem như là "hàn thử biểu" của nền kinh tế thì giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài đôi lúc lại được xem là "hàn thử biểu" của TTCK.

Chỉ số VN-Index đã chứng minh sự tăng trưởng nhanh chóng của thị trường. Nếu trong phiên giao dịch đầu tiên ngày 28/7/2000, VN-Index ở mức 100 điểm thì vào ngày 28/2/2007, là 1136 điểm, tăng 11 lần so với ngày gốc. TTCK Việt Nam đến cuối năm 2009 đã trải qua nhiều giai đoạn thăng trầm:

+ *Giai đoạn đầu* từ khi ra đời cho đến hết năm 2000, chỉ số chứng khoán VN-Index đã tăng "phi mã" từ 100 điểm lên 571 điểm, gấp trên 5,7 lần trong vòng 6 tháng.

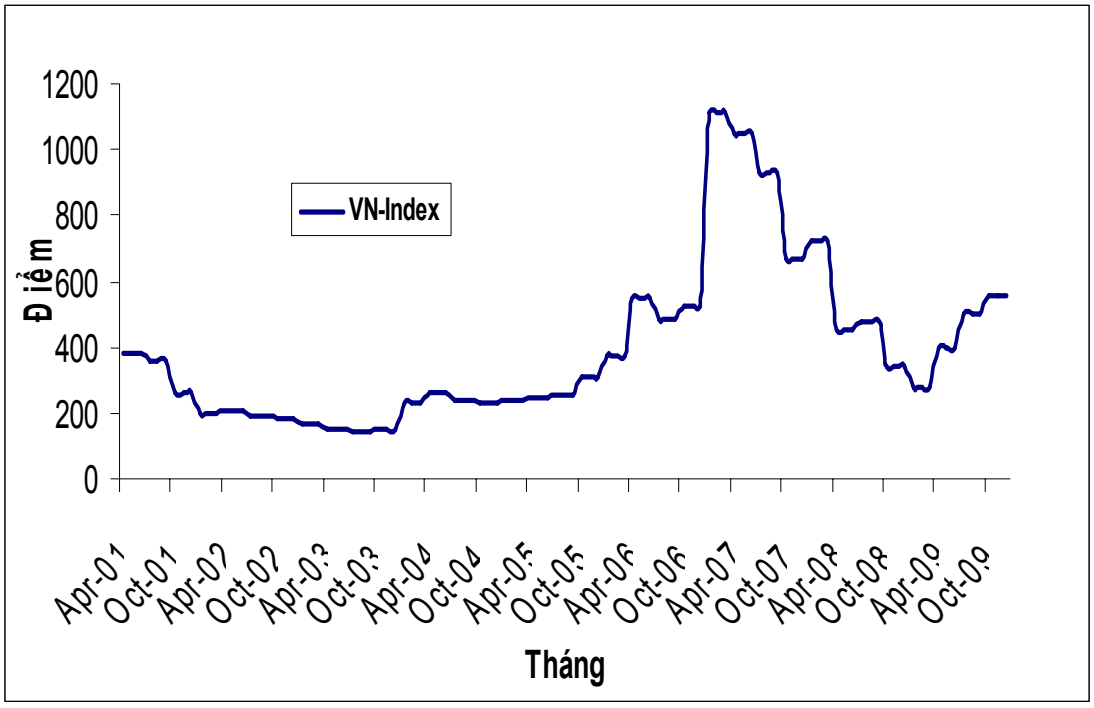
+ *Giai đoạn thứ hai* bắt đầu từ năm 2001 đến giữa năm 2004, chỉ số VN-Index gần như "rơi tự do" từ 571 điểm xuống còn trên 130 điểm.

+ *Giai đoạn thứ ba*, từ nửa cuối năm 2004, chỉ số VN-Index "bò dần" lên trên 200 điểm và đến hết năm 2005, đã vượt qua mốc 300 điểm.

+ *Giai đoạn thứ tư*, từ năm 2006 là giai đoạn sốt nóng, khi phiên giao dịch đầu năm mới có 304 điểm, thì đến ngày 25/4 đã vọt lên đỉnh điểm 632,69 điểm, trong đó

giá cổ phiếu của bốn công ty niêm yết hàng đầu đã vượt mức 100 nghìn đồng/cổ phiếu, tức gấp trên 10 lần mệnh giá.

Hình 6: Diễn biến VN-Index giai đoạn (2000-2009)



Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM

+ *Giai đoạn thứ năm* bắt đầu từ cuối tháng 5/2006, chỉ số VN-Index lại "lao xuống" còn khoảng 500 điểm. Giá trị giao dịch chứng khoán trung bình một phiên tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP HCM (nay là Sở Giao dịch Chứng khoán TP. HCM), nếu tháng 3 mới đạt 92,4 tỷ đồng, thì tháng 4 đạt 156 tỷ đồng, nhưng tháng 5, lại giảm xuống còn 104 tỷ đồng, tháng 6 chỉ còn 60 tỷ - trong đó tuần cuối tháng 6 còn 53,7 tỷ đồng, thậm chí một số phiên chỉ còn 30 - 40 tỷ đồng.

+ *Giai đoạn thứ sáu*, TTCK 6 tháng đầu năm 2007 phát triển đi lên, VN-Index bứt phá ngoạn mục, với đồ thị đi lên gần như thẳng đứng, từ đầu tháng 1 đến giữa tháng 3 năm 2007, VN-Index tăng đến trên 55% và đã đạt ở mức kỷ lục 1.174,22 điểm. Sau đó là giai đoạn điều chỉnh mạnh từ giữa tháng 3 đến cuối tháng 4/2007, VN-Index tụt dốc đến trên 20%; và phục hồi từ cuối tháng 4 đến cuối tháng 6/2007 với mức tăng trưởng khoảng 15%. Đến cuối tháng 7/2007, VN-Index dao động xung quanh ngưỡng 1.000 điểm (đến giữa tháng 5/2007 đã lên 1.060 điểm), tăng hơn 10 lần so với năm 2000.

+ *Giai đoạn từ cuối năm 2007 đến nay*, VN-Index sụt giảm liên tiếp và đã có những thời điểm xuống dưới ngưỡng tâm lý là 400 điểm (hình 6).

1.3 Rủi ro và tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam

Tỷ suất sinh lợi càng cao luôn đồng hành với mức rủi ro càng lớn. TTCK Việt Nam giai đoạn 2000-2009 đã có những lúc phát triển bùng nổ, đưa chỉ số VN-Index vượt lên trên 1000 điểm, đã thu hút sự quan tâm rất lớn của các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Biến động tạo ra rủi ro, nhưng biến động cũng chính là cơ hội vàng đối với các nhà đầu tư chuyên nghiệp.

Bảng 3: Tỷ suất lợi nhuận và rủi ro của TTCK Việt Nam so với các nước giai đoạn 1/2007-1/2008

Đvt: %

KÝ HIỆU	CHỈ SỐ	ĐỘ LỆCH CHUẨN (MỨC ĐỘ RỦI RO)	TỶ SUẤT SINH LỢI TRUNG BÌNH/NĂM
SSEC	Shanghai Composite Index – Trung Quốc	29,72	71,19
JKSE	Jakata Composite Index - Indonesia	26,18	41,06
BSESN	BSE Sensex - Ấn độ	26,07	32,79
KS11	Kospi Composite Index – Korea	24,51	27,38
KHSE	KLSE Composite - Malaysia	19,87	24,71
VN-INDEX	VN-Index – Việt Nam	25,16	24,66
STI	Strait Times Index – Singapore	20,84	12,76
TWII	TSEC Weighted Index – Đài Loan	20,70	7,48
AORD	All Ordinaries Idx – Úc	16,58	3,95
DJA	Dow Jones Composite Index – Mỹ	16,13	-2,56
IXIC	Nasdaq Composite – Mỹ	17,04	-3,17
FTSE	FTSE 100 - Anh	15,53	-4,31
GSP	S&P 500 Index – Mỹ	15,16	-6,48
N225	Nikkei 225 – Nhật	19,43	-18,79

Nguồn: Đầu tư chứng khoán số 15-19 năm 2008

Ở Việt Nam, giai đoạn 2001-2007, tỷ lệ nhà đầu tư nhỏ, thiếu kinh nghiệm, đầu tư theo cảm tính còn nhiều, dẫn đến sự phản ứng có phần thái hóa trước các biến động của thị trường, làm cho mức độ rủi ro của thị trường tăng lên trong khi tỷ suất sinh lợi lại ở mức trung bình so với các TTCK khác ở khu vực và thế giới (bảng 3). Đây là yếu

tố làm cho TTCK Việt Nam kém hấp dẫn hơn so với các TTCK khác ở trên thế giới và có thể dẫn đến sự tháo lui của dòng vốn đầu tư gián tiếp (FII) ra khỏi thị trường Việt Nam, ảnh hưởng tiêu cực đến TTCK vốn còn non trẻ như Việt Nam.

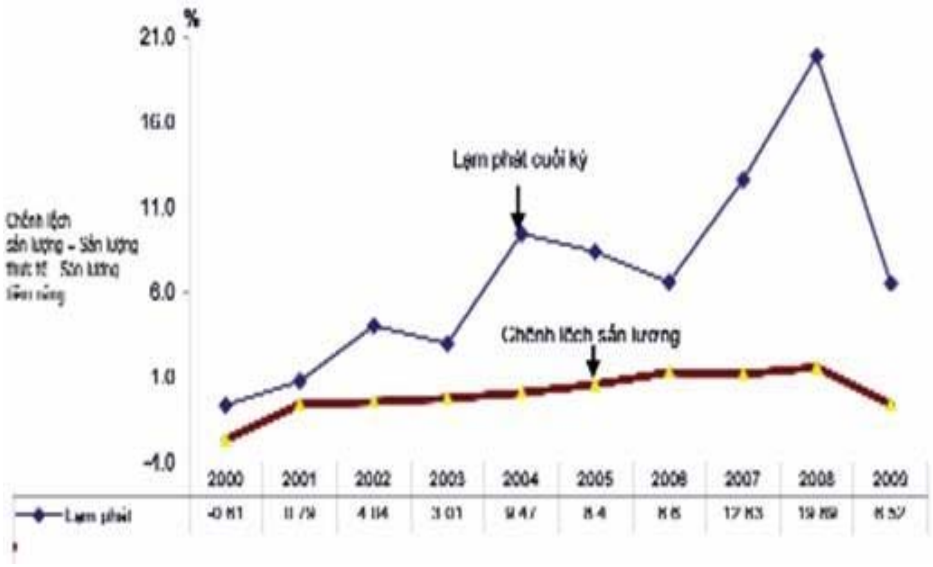
Giai đoạn (2008-2009), VN-Index sụt giảm liên tục dẫn đến giá của các cổ phiếu trên thị trường chứng khoán giảm và ít rủi ro hơn trong khi tỷ suất lợi nhuận trên vốn tăng lên so với giai đoạn (2000-2007). Điều này đã giúp cho thị trường chứng khoán Việt Nam trở nên hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư nước ngoài.

II. PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CUNG TIỀN (M2) ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM TRONG GIAI ĐOẠN (2000-2009)

2.1 Quan hệ giữa cung tiền và VN-Index

Giai đoạn (2000-2007), tốc độ tăng cung tiền (M2) luôn được duy trì ở mức cao (bình quân > 28%/năm), đỉnh điểm là năm 2007 (> 46%). Trong khoảng thời gian này, GDP Việt Nam tăng trưởng 68,6%, còn mức cung tiền mặt cho lưu thông và tiền gửi ngân hàng đã tăng lên đến 450% (hình 7).

Hình 7: Chênh lệch sản lượng và lạm phát



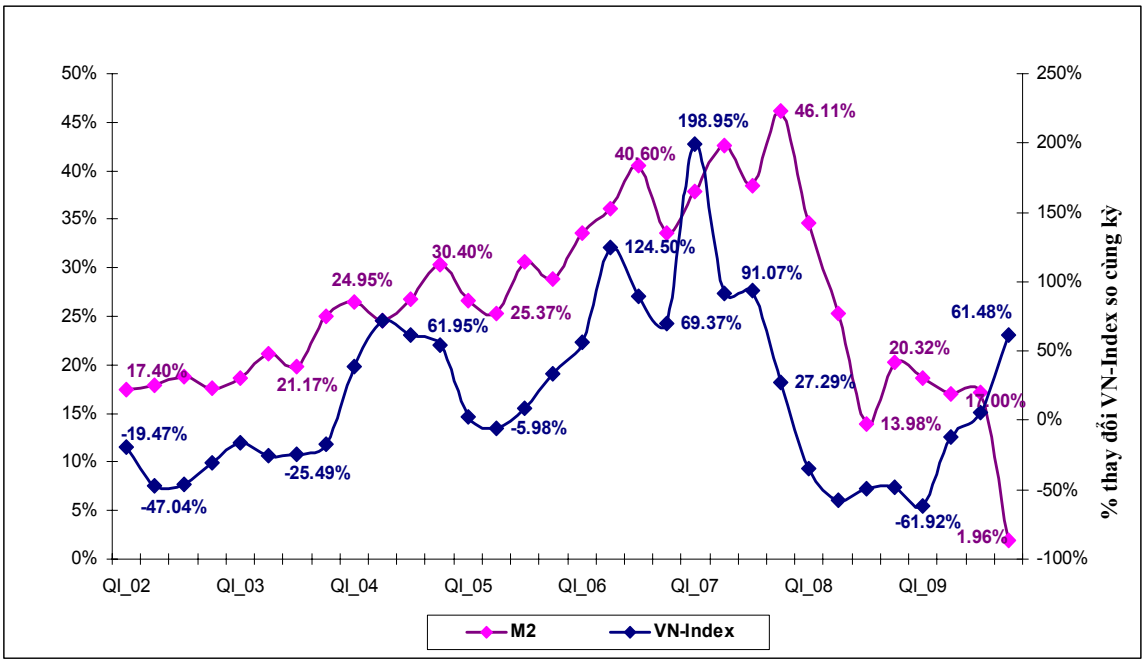
Nguồn: Tổng Cục thống kê, NHNN

Riêng năm 2007, nguồn vốn nước ngoài chảy vào tăng đột biến, từ đó buộc Ngân hàng Nhà nước phải đóng vai trò người mua ngoại tệ cuối cùng và đưa thêm tiền đồng vào lưu thông trong khi việc hút tiền về thông qua thị trường mở diễn ra chậm.

Giai đoạn (2008-2009), lạm phát trong nước bùng phát, buộc Ngân hàng Nhà nước phải chuyển từ mục tiêu kích thích tăng trưởng sang mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô (kiềm chế lạm phát) bằng việc thực thi chính sách siết chặt tiền tệ, giảm mạnh cung tiền trong nền kinh tế. Tốc độ tăng cung tiền bình quân trong giai đoạn này là 11%/năm (hình 8).

Giai đoạn (2000-2009), thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua nhiều giai đoạn phát triển khác nhau và được phản ánh thông qua chỉ số VN-Index. Do đó, việc đối chiếu giữa diễn biến của chỉ số VN-Index và sự biến động khối lượng tiền tệ đang lưu thông trong nền kinh tế ở cùng giai đoạn sẽ giúp chúng ta hiểu rõ hơn về mối quan hệ giữa M2 và TTCK ở Việt Nam.

Hình 8: Mối quan hệ giữa M2 và VN-Index



Nguồn: NHNN, Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM

Hình 8 biểu thị mối quan hệ giữa sự thay đổi của M2 và VN-Index so với cùng kỳ. Qua đó, cho thấy biến động của M2 và VN-Index có mối tương quan lẫn nhau. Xu hướng biến động giữa M2 và VN-Index là đồng biến. Tuy nhiên, biến động của VN-Index lớn hơn và tạo lập các đỉnh hoặc đáy sớm hơn so với M2. Ở một số trường hợp M2 và VN-Index có sự biến động trái chiều nhau. Điều này không có nghĩa là sẽ phủ định mối quan hệ giữa M2 và VN-Index vì mối quan hệ không chỉ đơn thuần dựa trên các biến động tức thời tại một thời điểm mà phải xem xét trong dài hạn. Ngoài ra, bên

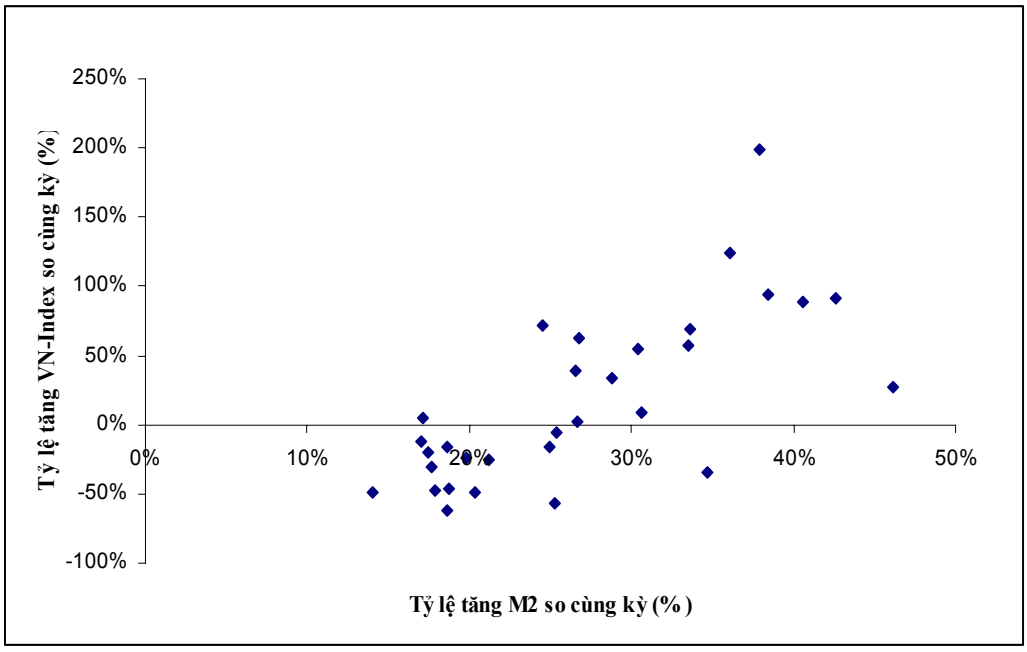
cạnh nhân tố M2 thì còn nhiều nhân tố khác cũng có tác động đối với TTCK với các chiều hướng khác nhau.

Để minh chứng cho lập luận này, đề tài sử dụng các số liệu từ thực tế để phân tích một số đỉnh và đáy của TTCK Việt Nam trong giai đoạn 2000-2009 có liên quan đến cung tiền (M2).

TTCK Việt Nam tạo lập đỉnh cao nhất trong giai đoạn 2000-2009 là vào ngày 12/03/2007 với 1.170,7 điểm. Đây là thời điểm cung tiền (M2) vẫn được duy trì với tốc độ tăng khá cao (>28%/năm), đến quý II năm 2007 cung tiền M2 đã tăng lên 42,6% so với cùng kỳ năm 2006 và tạo lập đỉnh vào quý IV năm 2007, nhưng VN-Index đã lao dốc kể từ cuối quý I năm 2007.

Từ cuối năm 2007, cả M2 và VN-Index đều giảm, nhưng VN-Index đã tạo đáy ở quý II năm 2008 với 366 điểm (ngày 20/06/2008), cung tiền tiếp tục giảm và đến quý III năm 2008 thì tăng trở lại.

Hình 9: Hồi quy giữa tỷ lệ tăng M2 và VN-Index theo quý (2000-2009)



Nguồn: NHNN và Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM

Trong biểu đồ hồi quy giữa tỷ lệ tăng M2 và tỷ lệ tăng VN-Index, mỗi điểm biểu thị cho một quý ở giai đoạn 2000-2009 (hình 9). Trục hoành biểu thị tỷ lệ tăng cung tiền (M2) của quý so với cùng kỳ và trục trung biểu thị tỷ lệ tăng VN-Index. Số liệu này xác minh mối quan hệ giữa tốc độ tăng khối lượng tiền với tỷ lệ tăng VN-Index. Mối quan hệ tương quan thuận giữa tỷ lệ tăng M2 và VN-Index là bằng chứng

cho lập luận rằng M2 tăng dẫn đến VN-Index tăng. Ở những quý có tỷ lệ tăng cung tiền cao có xu hướng đi kèm với VN-Index tăng lên, còn những quý có tỷ lệ tăng M2 thấp có xu hướng đi kèm với VN-Index thấp.

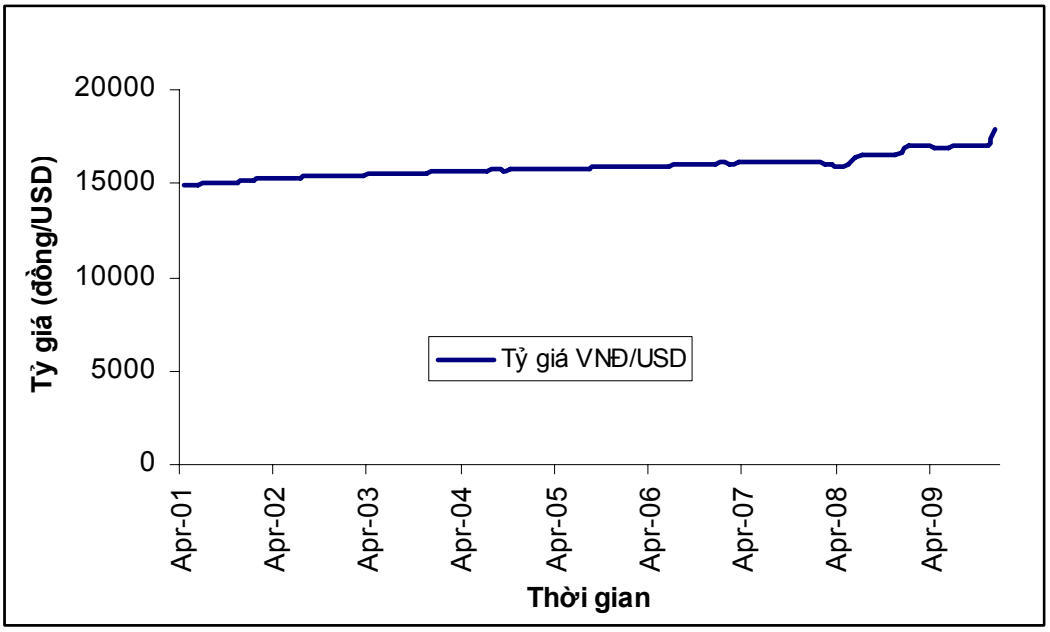
Tuy nhiên, trong biểu đồ này cũng cho thấy có một số điểm không thể hiện rõ mối tương quan thuận giữa M2 và VN-Index. Điều này chứng tỏ rằng TTCK chịu sự tác động của nhiều nhân tố, chứ không chỉ có nhân tố M2 và tác động trễ của M2 đối với TTCK cũng có thể là nguyên nhân dẫn đến sự sai biệt này. Nếu xem xét các dữ liệu này theo tháng, các mối liên hệ giữa M2 và VN-Index rất khó nhận ra, thậm chí có các biến động trái chiều nhau, vì tác động của cung tiền đối với nền kinh tế có một độ trễ nhất định. Các vấn đề này sẽ được phân tích và lý giải cụ thể hơn ở phần sau.

2.2 Cơ chế tác động cung tiền (M2) đối với thị trường chứng khoán Việt Nam

2.2.1 Tác động cung tiền (M2) đến TTCK Việt Nam trong mối liên hệ với tỷ giá

Quan sát dữ liệu về M2, tỷ giá danh nghĩa (VNĐ/USD) của Việt Nam giai đoạn 2000-2009, cho thấy sự biến động của tỷ giá danh nghĩa không lớn trong khi tốc độ tăng cung tiền ở cùng thời kỳ có sự tăng/giảm khá rõ rệt. Bởi vì, tỷ giá danh nghĩa VNĐ/USD là tỷ giá neo, dao động trong biên độ hẹp $\pm 0{,}25\%$ đến $\pm 0{,}5\%$ (hình: 10).

Hình 10: Diễn biến tỷ giá danh nghĩa VNĐ/USD bình quân tháng giai đoạn 2000-2009



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

Chính sự can thiệp của Chính phủ nên tỷ giá danh nghĩa VNĐ/USD khá ổn định, tạo tâm lý an tâm cho các nhà đầu tư, các doanh nghiệp và ít biến động dưới tác động của M2, từ đó cũng không tác động nhiều lên TTCK của Việt Nam. Tuy nhiên, điều hành chính sách tỷ giá của NHNN giai đoạn 2000-2009 mang tính hành chánh nhiều hơn là dựa trên quan hệ cung cầu của thị trường. Thực tế cho thấy, tỷ giá thị trường chính thức và thị trường phi chính thức luôn có khoảng chênh lệch. Các doanh nghiệp xuất khẩu lớn luôn muốn găm giữ đồng đô la mà không bán lại cho NHNN. Đây cũng là nguyên nhân có thể dẫn đến đô la hóa nền kinh tế.

Qua dữ liệu về M2 và tỷ giá (hình:12), cho thấy có những trường hợp cung tiền M2 tăng nhưng tỷ giá chính thức lại giảm, nhưng nếu quan sát tỷ giá VNĐ/USD trên thị trường phi chính thức giai đoạn 2000-2009 thì tỷ giá trên thị trường phi chính thức thường xuyên duy trì một chênh lệch cao hơn so với tỷ giá ở thị trường chính thức, thậm chí có những trường hợp cao > 7%, buộc Ngân hàng Nhà nước phải sử dụng các biện pháp hành chính để can thiệp.

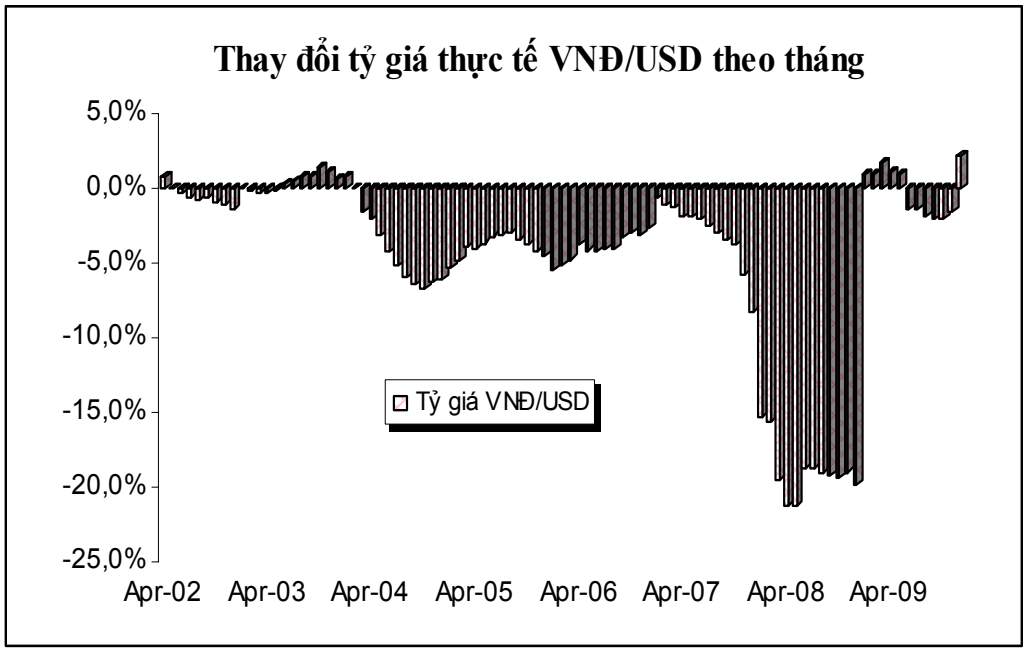
Khi định giá cao đồng nội tệ, chúng ta thường kỳ vọng vào cái lợi sẽ thu được nhờ làm giảm giá hàng nhập khẩu để giảm chi phí sản xuất, giảm sức ép lạm phát và giảm được chi phí dịch vụ nợ nước ngoài... Tuy nhiên, việc đồng nội tệ được định giá quá cao và kéo dài sẽ trở thành nguyên nhân quan trọng làm giảm sức cạnh tranh của hàng xuất khẩu của nước đó do làm tăng giá thành hàng xuất, và giảm giá hàng nhập tính bằng ngoại tệ; dẫn đến hạn chế xuất khẩu, kích thích nhập khẩu, làm tăng nhập siêu.

Hơn nữa, khi định giá nội tệ cao, thường kéo theo sự gia tăng lãi suất tín dụng trong nước, cũng như khoảng cách chênh lệch lớn giữa lãi suất trong nước với lãi suất ngoài nước, kích thích vay nợ nước ngoài dễ dãi, nhất là các khoản vay thương mại ngắn hạn theo lãi suất cao, từ đó nảy sinh những rủi ro tiềm tàng gắn liền với việc đáo hạn các khoản cho vay lại dễ dãi bằng nội tệ, kể cả cho vay kinh doanh có tính đầu cơ bất động sản và những rủi ro gắn với biến động về tỷ giá nội tệ trong tương lai (chi phí dịch vụ nợ sẽ tăng vọt do tỷ giá nội tệ tăng lên đe dọa làm mất khả năng thanh toán khoản nợ đã vay của các con nợ).

Hậu quả sâu nặng và lâu dài hơn cả chính là ở chỗ, việc định giá quá cao và kéo dài đồng nội tệ sẽ làm triệt tiêu các động lực phát triển sản xuất trong nước, trước hết

là sản xuất và kinh doanh xuất khẩu, làm tăng buôn lậu và tham nhũng, kích thích sử dụng lãng phí ngoại tệ, không coi trọng các nguồn lực trong nước, kích thích nền kinh tế "bong bóng" phát triển trong tình trạng quá nóng và gia tăng liên tục sự thâm hụt cán cân thương mại, cán cân thanh toán tài khoản vãng lai của nền kinh tế và hao hụt nhanh chóng dự trữ quốc gia để giữ giá bản tệ.

Hình 11: Diễn biến tỷ giá thực VNĐ/USD bình quân tháng giai đoạn 2000-2009



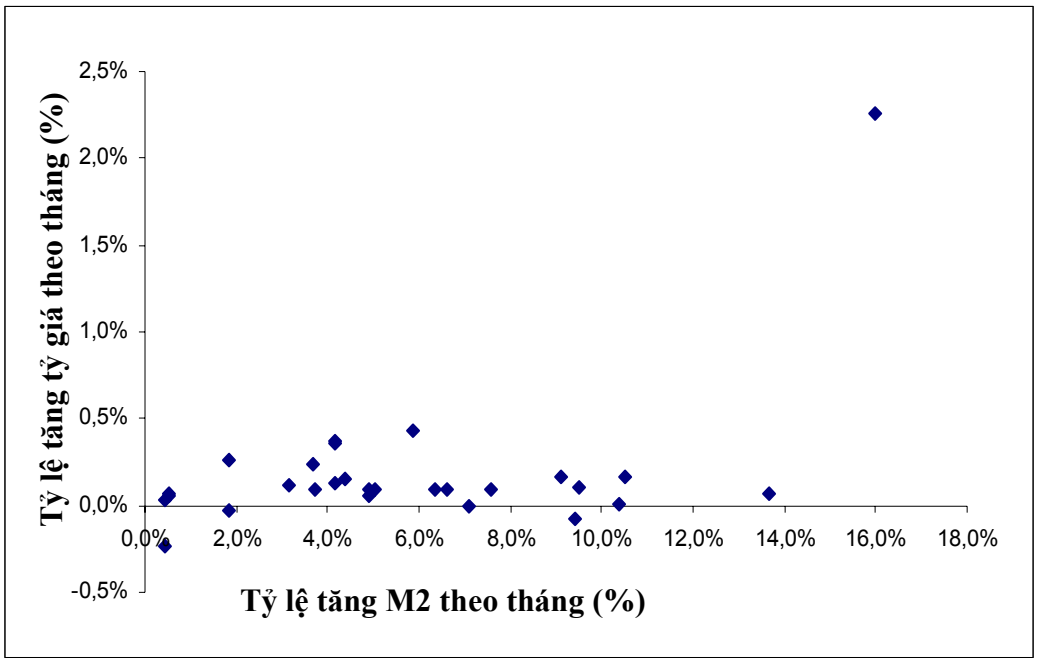
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

Rút cuộc, nền kinh tế trở nên nghèo nàn và trống rỗng, những cơ sở kinh tế bảo đảm cho giá trị cao và ổn định của đồng nội tệ bị suy kiệt. Nền kinh tế kém sức cạnh tranh, nguồn thu ngoại tệ bị cạn kiệt trong khi nợ nước ngoài không ngừng tăng lên, sức ép đáo hạn nợ gia tăng, nhu cầu mua vét ngoại tệ để trả nợ tăng vọt, đẩy giá ngoại tệ lên, đồng thời khởi đầu cho sự giảm giá đồng nội tệ không thể kìm giữ kéo theo một loạt hệ quả tiêu cực khác.

Tuy nhiên, trong một số trường hợp không phải vì biến động của tỷ giá làm ảnh hưởng đối với TTCK mà chính là việc điều hành một chính sách tỷ giá neo, dao động biên độ hẹp như vừa nêu lại gây nên những ảnh hưởng cho thị trường. Quý II năm 2007, đứng trước áp lực nguồn vốn ngoại vào Việt Nam gia tăng nhanh chóng, buộc Ngân hàng Nhà nước phải bơm tiền đồng để mua về 7 tỷ USD dự trữ, nhằm giữ cho tỷ giá VNĐ/USD ổn định, nhưng số tiền hút về lại chậm và nhỏ hơn so với số tiền bơm

ra dẫn đến tín dụng tăng nóng và lạm phát gia tăng; chênh lệch tỷ giá giữa thị trường chính thức và phi chính thức gia tăng, ảnh hưởng xấu đến ổn định kinh tế vĩ mô, kết quả là TTCK sau thời gian tăng nóng đã có dấu hiệu chựng lại và giảm vào cuối năm 2007.

Hình 12: Mối quan hệ giữa cung tiền (M2) và tỷ giá danh nghĩa VNĐ/USD theo tháng



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

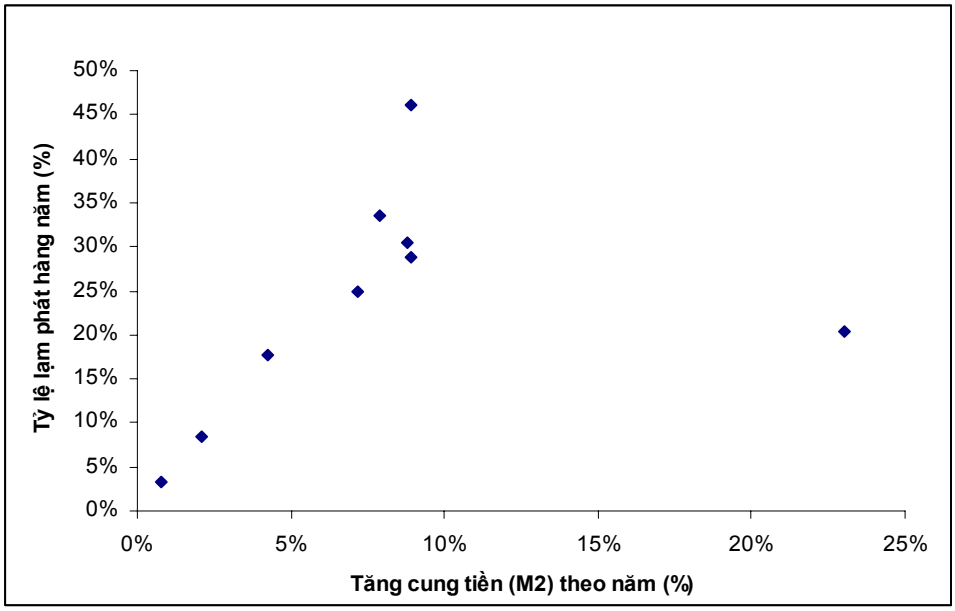
Thay đổi cung tiền trong trường hợp tỷ giá VNĐ/USD dao động trong biên độ ±0,25%, đã giúp cho TTCK Việt Nam phát triển ổn định hơn, nhưng chính việc điều hành chính sách tỷ giá theo định hướng này của Việt Nam thời gian qua đã có những tác động không tốt đối với thị trường. Nguyên nhân là do khó khăn hơn trong điều hành chính sách tiền tệ trước những thay đổi dòng vốn nước ngoài, thâm hụt cán cân thương mại… Các biện pháp hút tiền về thông qua thị trường mở còn chậm; tỷ giá trên thị trường chính thức chưa theo sát thực tế…

2.2.2 Tác động cung tiền (M2) đến TTCK Việt Nam trong mối liên hệ với lạm phát

Theo Milton Friedman "Lạm phát luôn luôn và lúc nào cũng là một hiện tượng tiền tệ". Lý thuyết số lượng tiền tệ cũng cho rằng tốc độ tăng khối lượng tiền tệ là nhân tố đầu tiên quyết định tỷ lệ lạm phát. Để đánh giá kết luận này trong điều kiện cụ thể

của Việt Nam, chúng ta cần quan sát chuỗi số liệu về lạm phát và cung tiền (M2) giai đoạn 2000-2009.

Hình 13: Mối quan hệ giữa cung tiền (M2) và lạm phát ở Việt Nam



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

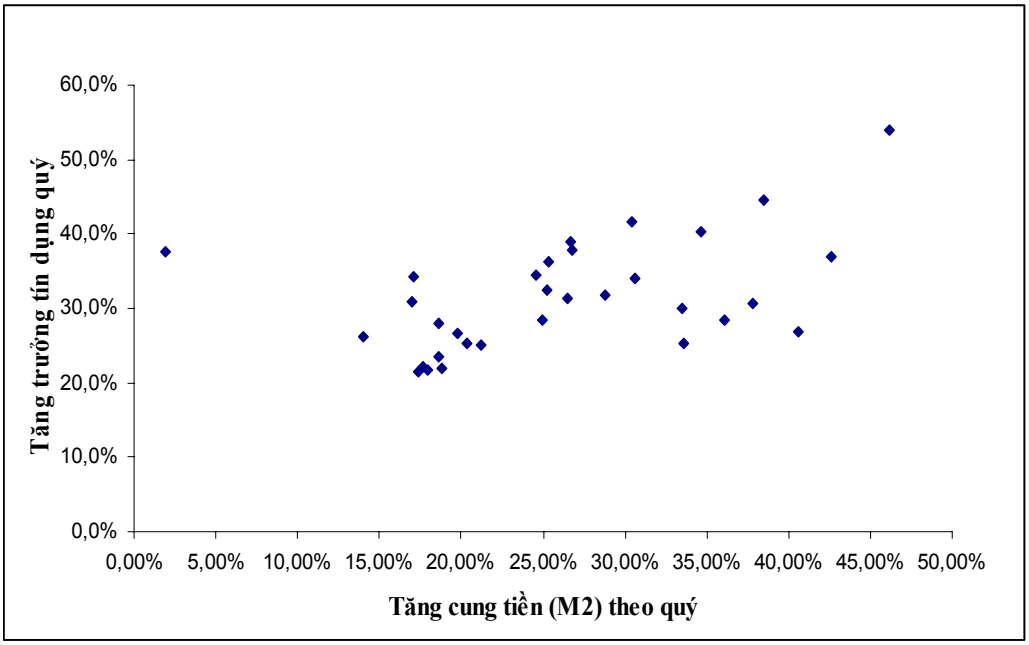
Hình 13 biểu thị về tỷ lệ tăng tiền tệ (M2) và tỷ lệ lạm phát hàng năm ở Việt Nam trong giai đoạn 2000-2009. Số liệu này đã xác minh về mối quan hệ giữa tốc độ tăng khối lượng tiền tệ và lạm phát ở Việt Nam. Những năm có tỷ lệ cung ứng tiền tệ tăng cao, có xu hướng đi kèm với lạm phát cao, còn những năm tỷ lệ tăng tiền tệ thấp có xu hướng đi kèm với lạm phát thấp. Trong biểu đồ hồi quy giữa tỷ lệ tăng tiền và lạm phát (hình 13), mỗi điểm biểu thị cho một năm. Trục hoành biểu thị tỷ lệ tăng cung tiền (M2) và trục tung biểu thị tỷ lệ lạm phát. Mối quan hệ tương quan thuận giữa tỷ lệ tăng cung tiền và lạm phát là bằng chứng chứng minh tỷ lệ tăng cung tiền cao dẫn đến tỷ lệ lạm phát cao.

Lạm phát không là một hiện tượng xấu, trong một số trường hợp giảm phát đem đến nỗi lo sợ nhiều hơn cho các nhà điều hành chính sách. Mỗi quốc gia hàng năm đều duy trì một tỷ lệ lạm phát nhất định để kích thích nền kinh tế. Tỷ lệ lạm phát dự kiến được tính toán trong mối liên hệ với nhiều chỉ số kinh tế vĩ mô quan trọng của nền kinh tế như: lãi suất, tỷ giá, cán cân thanh toán tổng thể, tốc độ tăng trưởng kinh tế, tăng trưởng tín dụng…

Cung ứng tiền tệ tăng lên trong khi lượng hàng hóa trong nền kinh tế không đổi dẫn đến mối quan hệ "hàng – tiền" thay đổi, nghĩa là số lượng tiền tính trên một đơn vị

hàng hóa sẽ tăng lên khi cung tiền tăng. Điều này dẫn đến mức giá chung của cả nền kinh tế gia tăng hay nói cách khác nó chính là lạm phát. Khi cung tiền tăng lên nó sẽ giúp lãi suất thị trường hạ xuống, tính thanh khoản về tiền tệ gia tăng dẫn đến tín dụng tăng do đầu tư tăng (hình 14).

Hình 14: Mối quan hệ giữa cung tiền M2 và tăng trưởng tín dụng



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

Hình 14 biểu thị mối quan hệ giữa tăng cung tiền (M2) và tăng trưởng tín dụng theo quý ở Việt Nam giai đoạn 2000-2009. Số liệu này đã cho thấy có mối quan hệ giữa tỷ lệ tăng cung tiền với tăng trưởng tín dụng. Ở những quý tỷ lệ tăng cung tiền cao đi kèm với tăng trưởng tín dụng cao, còn những quý tỷ lệ tăng cung tiền thấp đi liền với tăng trưởng tín dụng thấp. Quý IV năm 2007 mức cung tiền đạt tỷ lệ tăng đỉnh điểm 46,1% so cùng kỳ và cũng là quý có mức tăng trưởng tín dụng cao nhất 53,9%. Ở những quý tiếp theo của năm 2008, 2009 mức cung tiền giảm để kiềm chế lạm phát dẫn đến tăng trưởng tín dụng giảm.

Trong biểu đồ hồi quy giữa tỷ lệ tăng tiền và tăng trưởng tín dụng (hình 14), mỗi điểm biểu thị cho một quý. Trục hoành biểu thị tỷ lệ tăng cung tiền (M2) và trục tung biểu thị tăng trưởng tín dụng. Mối quan hệ tương quan thuận giữa tỷ lệ tăng cung tiền và tăng trưởng tín dụng là bằng chứng chứng minh tỷ lệ tăng cung tiền cao dẫn đến tăng trưởng tín dụng cao. Đây là một hiệu ứng có lợi đối với nền kinh tế vì nó kích thích được đầu tư khi lãi suất hạ xuống, giá cả hàng hóa tăng lên. Do đó, với mức độ

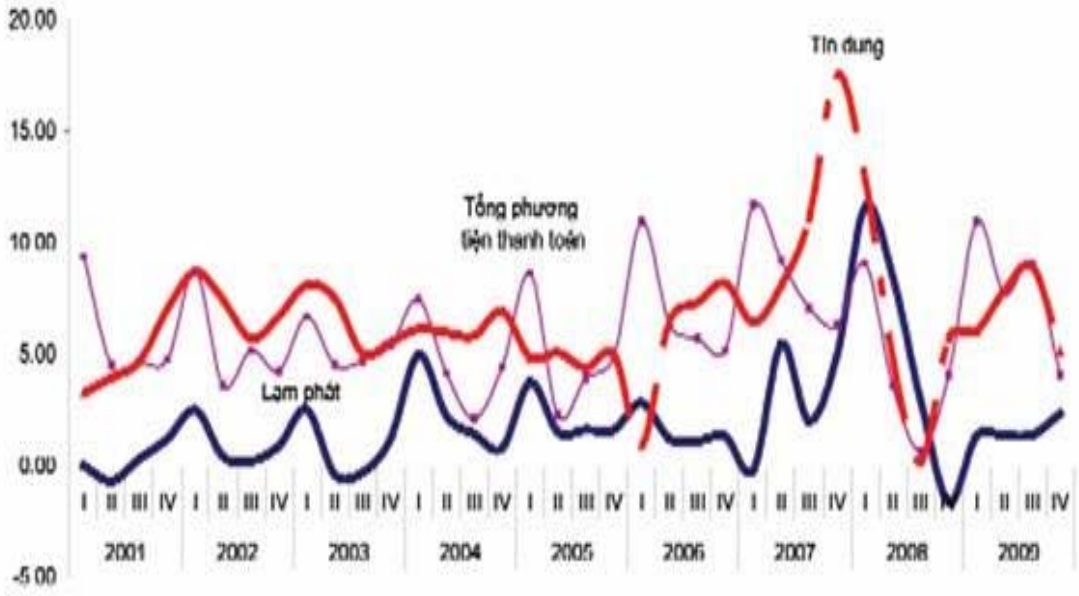
cung ứng tiền tệ thích hợp dẫn đến tỷ lệ lạm phát được kiểm soát đủ để kích thích sự phát triển của nền kinh tế thì tốc độ tăng trưởng kinh tế sẽ tăng lên, tâm lý của các nhà đầu tư kỳ vọng đối với giá cổ phiếu tích cực hơn hay nói cách khác là trong trường hợp này TTCK sẽ phản ánh tích cực trước chính sách tăng cung tiền.

Tuy nhiên, không phải lúc nào việc cung ứng tiền cũng được tính toán một cách đầy đủ và chính xác và lạm phát còn phụ thuộc vào các nhân tố khác có thể ở bên trong hoặc bên ngoài nền kinh tế. Trong trường hợp tỷ lệ cung tiền cao và được duy trì liên tục trong nhiều năm để kích thích nền kinh tế tăng trưởng sẽ là một nguyên nhân quan trọng dẫn đến nguy cơ bùng nổ về lạm phát và trở nên trầm trọng hơn nếu gặp những cú sốc bên ngoài nền kinh tế như: khủng hoảng kinh tế, giá nguyên liệu tăng…

Giai đoạn 2000-2007 tỷ lệ tăng cung tiền của Việt Nam luôn được duy trì ở mức cao (> 30%/năm) đã giúp cho tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam đạt bình quân trên 7%/năm (cao thứ nhì thế giới), nhưng hậu quả là tăng trưởng tín dụng nóng, lạm phát tăng nhanh chóng, TTCK bắt đầu lao dốc kể từ cuối năm 2007 (hình 15). Cung tiền tăng dẫn đến chi tiêu của Nhà nước tăng lên.

Hình 15: Mối quan hệ giữa lạm phát, tổng phương tiện thanh toán và tăng trưởng tín dụng

(Đvt: %)



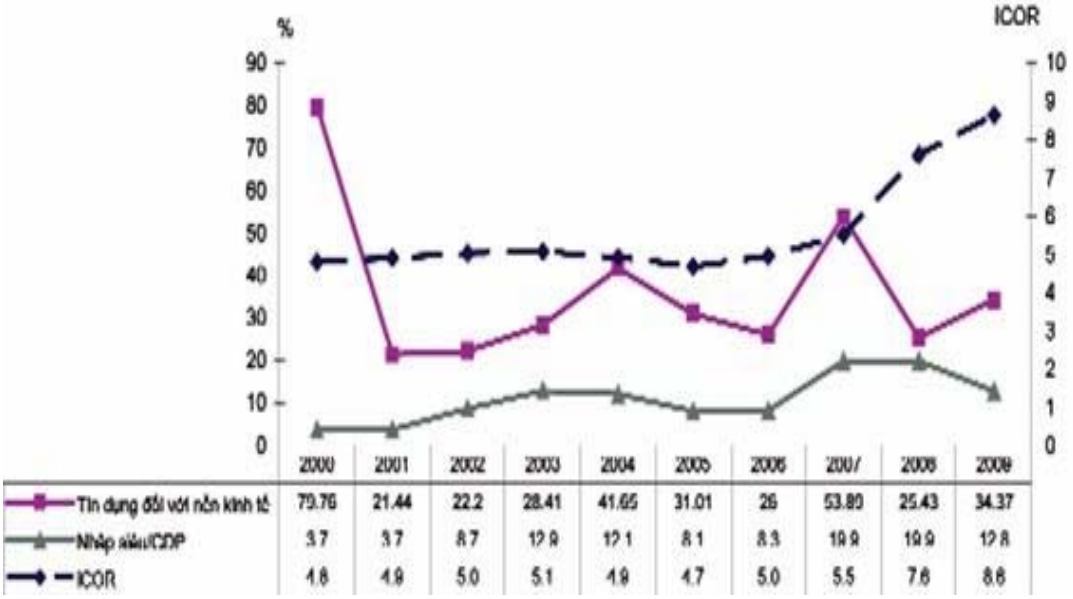
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

Tốc độ tăng chi tiêu hàng năm của Nhà nước trong giai đoạn 2000-2007 là > 20%/năm. Khi chi tiêu của Nhà nước tăng hơn nhiều so với các nguồn thu ngoài dầu mỏ thì những khoản chi tiêu này sẽ làm tăng tổng cầu. Thế nhưng các khoản chi tiêu này nếu không được sử dụng một cách hiệu quả, chỉ đóng góp một phần nhỏ cho sản lượng, tức là tổng cung tăng không tương ứng với tổng cầu thì tất yếu sẽ dẫn đến lạm phát.

Thực tế cho thấy, hiệu quả sử dụng vốn của khu vực công luôn lấp hơn so với khu vực tư (ICOR khu vực công > ICOR khu vực tư) và ICOR toàn nền kinh tế có xu hướng ngày càng cao (hình 16).

Ngoài ra, cuối năm 2007 kinh tế thế giới bị suy thoái ngày càng nghiêm trọng đã tạo ra các cú sốc về giá nguyên liệu đầu vào tăng, thị trường xuất khẩu thu hẹp, thị trường bất động sản đóng băng…dẫn đến tình hình kinh tế trong nước phải đối mặt với nhiều thách thức vô cùng to lớn, nhất là tỷ lệ lạm phát tăng nhanh khó kiểm soát, từ đó tác động xấu đến thị trường chứng khoán trong nước.

Hình 16: Diễn biến tăng trưởng tín dụng và ICOR



	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tín dụng đối với nền kinh tế	79.76	21.44	22.2	28.41	41.65	31.01	26	53.80	25.43	34.37
Nhập siêu/GDP	3.7	3.7	8.7	12.9	12.1	8.1	8.3	19.9	19.9	12.8
ICOR	4.8	4.9	5.0	5.1	4.9	4.7	5.0	5.5	7.6	8.6

Nguồn: NHNN, Bộ Kế hoạch và Đầu tư

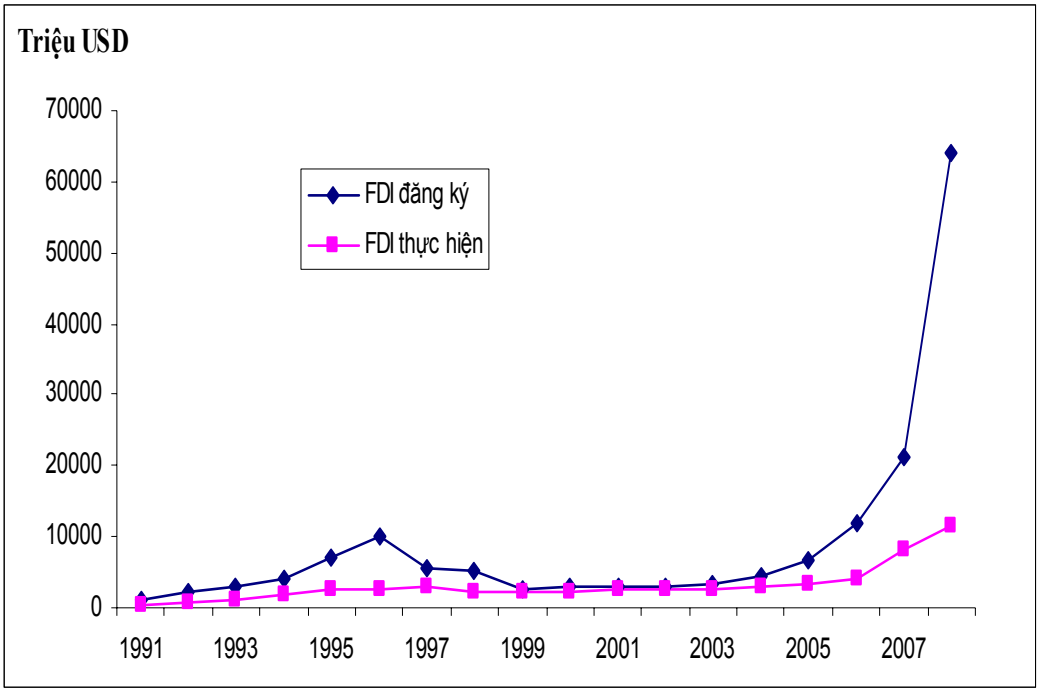
Tỷ lệ tăng cung ứng tiền tệ là nhân tố đầu tiên có tính quyết định đối với tỷ lệ lạm phát, tỷ lệ tăng tiền cao dẫn đến tỷ lệ lạm phát cao. Cung tiền tăng dẫn đến tỷ lệ lạm phát tăng vừa có ý nghĩa kích thích nền kinh tế tăng trưởng, tác động tích cực đối với TTCK, nhưng đồng thời đưa đến nguy cơ lạm phát tăng cao nếu tỷ lệ tăng cung

ứng tiền tệ cao và được duy trì qua nhiều năm nhưng hiệu quả sử dụng vốn thấp cộng với các cú sốc từ bên ngoài như khủng hoảng kinh tế... sẽ gây nên những bất ổn về kinh tế vĩ mô, từ đó tác động tiêu cực đối với TTCK. Do đó, ***điều hành chính sách về tăng cung ứng tiền tệ cho nền kinh tế cần phải đặc biệt lưu ý đến việc kiểm soát cho được tỷ lệ lạm phát.*** *Tỷ lệ lạm phát cao dẫn đến sự can thiệp quá mạnh và đột ngột sẽ tạo ra những cú sốc rất lớn cho nền kinh tế và TTCK, thời gian phục hồi sẽ kéo dài.*

2.2.3 Tác động cung tiền (M2) đến TTCK Việt Nam trong mối liên hệ với dòng vốn đầu tư nước ngoài

Việt Nam là một nước đang phát triển, dựa trên nền tảng kinh tế nông nghiệp với mức tích lũy thấp. Do đó, để phát triển thành nền kinh tế theo hướng công nghiệp hóa, hiện đại hóa thì nhu cầu vốn đầu tư là rất cao và một phần quan trọng phải dựa vào nguồn vốn nước ngoài. Nguồn vốn đầu tư nước ngoài chảy vào lãnh thổ Việt Nam theo hai kênh chính là đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII). Mỗi nguồn vốn đều có tính hai mặt và tác động đến quá trình tăng trưởng và phát triển kinh tế của Việt Nam, trong đó nguồn vốn FDI được ưu tiên hơn vì xét theo mức độ rủi ro cho nền kinh tế thì nguồn vốn FDI ít rủi ro hơn so với FII.

Hình 17: FDI đăng ký và thực hiện



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Dòng vốn đầu tư nước ngoài tăng lên, trước hết tạo ra tâm lý tích cực hơn đối với các nhà đầu tư trên TTCK trong nước. Ngoài ra, nó sẽ góp phần thúc đẩy sản xuất phát triển thông qua tăng đầu tư và tăng cung ứng vốn cho nền kinh tế, từ đó với hiệu ứng đầu tư tăng dẫn đến nhu cầu về các hàng hóa, nguyên liệu đầu vào tăng; giải quyết việc làm, tăng thu nhập cho dân cư dẫn đến tiêu dùng tăng…Vì vậy, dòng vốn đầu tư ngước ngoài gia tăng cũng sẽ góp phần giúp cho TTCK Việt Nam tăng trưởng và phát triển.

Riêng đối với dòng vốn FII, những tháng năm đầu của thị trường chứng khoán Việt Nam, số quỹ đầu tư nước ngoài hoạt động rất ít, với tổng số vốn không đến 100 triệu USD, vốn huy động cho mỗi quỹ không quá 10 triệu USD. Nhưng đến cuối năm 2009, dòng vốn FII đã giải ngân trong việc đầu tư cổ phiếu đã lên tới khoảng 5 tỷ USD. Con số 5 tỷ USD nói trên được tính toán trên cơ sở vốn giải ngân từ nhà đầu tư chiến lược nước ngoài vào một số ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm và một số doanh nghiệp lớn khoảng 1 tỷ USD; vốn đã giải ngân từ các công ty quản lý quỹ nước ngoài và từ các định chế tài chính nước ngoài không hiện diện tại Việt Nam khoảng 4 tỷ USD.

Dòng vốn FII vào thị trường chứng khoán Việt Nam dần dần gia tăng từ quý 3/2006 đến quý 1/2008, thời điểm vào nhiều diễn ra trong năm 2007. Trong thời kỳ này lượng vốn FII đổ vào thị trường trái phiếu chiếm ưu thế (chiếm khoảng 60% - 70%).

Về vai trò của nguồn vốn FII, đây là một yếu tố góp phần cơ bản làm cho hệ thống các doanh nghiệp mạnh của Việt Nam lớn mạnh, đồng thời cũng góp phần kích thích thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển nhanh theo hướng hội nhập. Cụ thể, nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào tiến trình đầu tư chứng khoán đã làm thay đổi cách định giá cổ phiếu của nhà đầu tư trong nước; dòng vốn FII dần dần gia tăng là cách thuyết phục để lôi cuốn nhà đầu tư trong nước tham gia đông đảo; nhà đầu tư nước ngoài là những đối tượng tiên phong đòi hỏi sự minh bạch tối đa trong việc đầu tư vào thị trường chứng khoán và đầu tư vào các doanh nghiệp.

Trong 3 năm 2006, 2007, 2008 hệ thống ngân hàng Việt Nam đã gặp những cơ hội vàng khi luôn dễ dàng huy động được nguồn vốn cổ phần, nhiều ngân hàng đã huy động được lượng vốn cổ phần gấp hàng trăm lần so với trước. Hệ thống ngân hàng đã

có điều kiện huy động được hàng chục tỷ USD, số vốn huy động được chủ yếu là nhà đầu tư trong nước, tuy nhiên FII là nhân tố kích thích.

Như đã phân tích phần trên, dòng vốn nước ngoài gia tăng tạo ra hiệu ứng kích thích cho TTCK trong nước tăng trưởng. Tuy nhiên, dòng vốn ngoại gia tăng cũng tạo ra những áp lực không nhỏ đối với việc điều hành các chính sách kinh tế của một quốc gia, nhất là chính sách tiền tệ. Những sai lầm về chính sách trước việc hấp thụ nguồn vốn đầu tư nước ngoài cũng sẽ là nguyên nhân quan trọng dẫn đến các ảnh hưởng xấu lên TTCK.

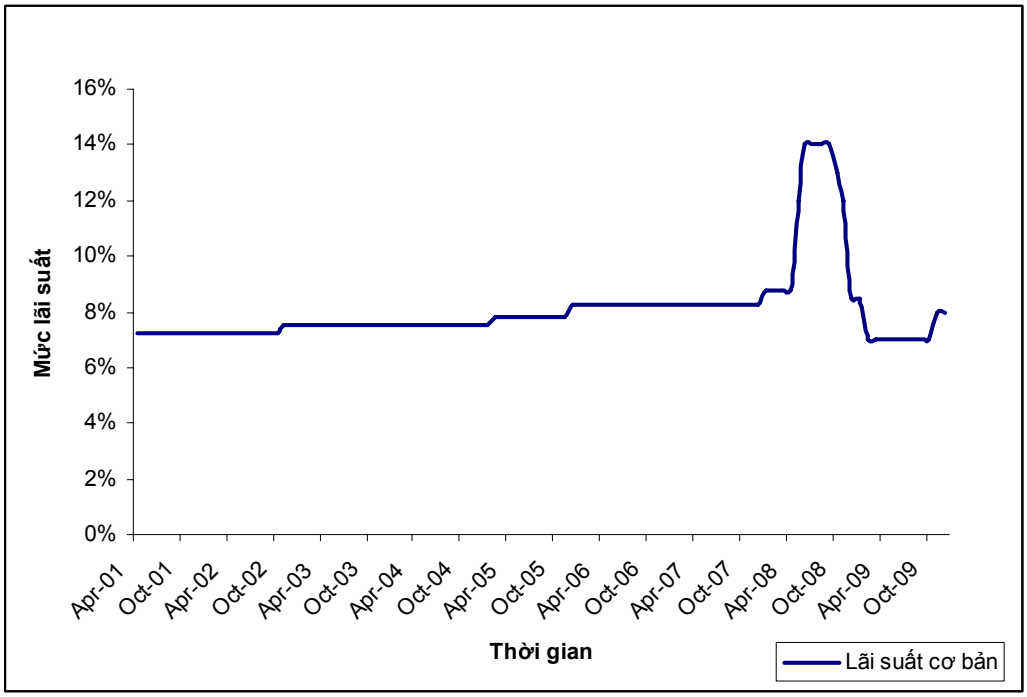
Lượng vốn FDI, FII đổ vào Việt Nam tăng mạnh trong năm 2007 đã dẫn tới tình trạng quý 3, quý 4/2007 và quý 1/2008 thừa USD tại hệ thống ngân hàng thương mại và dẫn tới thiếu tiền đồng, gây áp lực làm VND lên giá. Do tỷ giá VNĐ/USD chỉ được dao động trong biên độ hẹp $\pm 0{,}25\%$ nên cần phải bơm VNĐ ra để mua lượng USD đang bị thừa tại hệ thống ngân hàng nhằm giảm áp lực lên giá của VNĐ. Ngân hàng Nhà nước tung một lượng rất lớn tiền VNĐ để mua về 7 tỷ USD, sau đó thông qua thị trường mở để hút tiền về, nhưng kết quả thực hiện còn chậm và một lượng lớn tiền VNĐ vẫn còn nằm trong lưu thông. Hậu quả là lạm phát gia tăng nhanh chóng và đạt đỉnh trong năm 2008 (26%), gây bất ổn cho kinh tế vĩ mô dẫn đến TTCK giảm sâu.

Quý 2/2008 đến hết năm 2009, suy thoái kinh tế thế giới đã lan rộng nhiều ở nhiều quốc gia, TTCK trong nước giảm dẫn đến dòng vốn đầu tư nước ngoài, nhất là vốn FII giảm xuống nhanh chóng dẫn đến cầu USD tăng, gây áp lực VNĐ giảm giá. Chênh lệch giữa tỷ giá của thị trường chính thức và phi chính thức ngày càng mở rộng. Ngân hàng Nhà nước đã tăng biên độ tỷ giá, đồng thời tăng cung ngoại tệ (USD) để ngăn đà giảm giá VNĐ.

2.2.4 Tác động cung tiền (M2) đến TTCK Việt Nam trong mối liên hệ với lãi suất

Giai đoạn 2001-2007, lãi suất cơ bản và lãi suất chiết khấu của VNĐ luôn được duy trì ổn định, ở mức thấp (hình 18, hình 19) để kích thích tăng trưởng kinh tế, nhưng do lạm phát cuối năm 2007 và quý 1 năm 2008 tăng cao nên Ngân hàng Nhà nước đã thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ kể từ quý 2 năm 2008, từ đó cung tiền giảm mạnh dẫn đến một loạt các ngân hàng bị mất tính thanh khoản và lãi suất thị trường tăng mạnh, buộc Ngân hàng Nhà nước phải có những điều chỉnh lãi suất phù hợp với diễn biến thị trường.

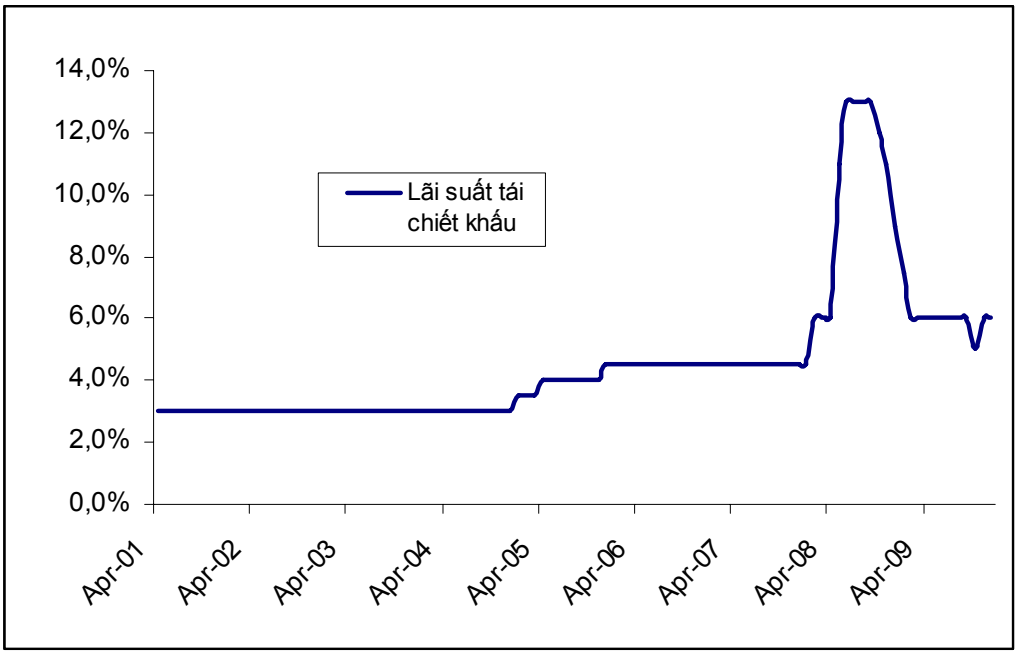
Hình 18: Lãi suất cơ bản bình quân tháng giai đoạn (2001-2009)



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

Lãi suất tăng mạnh dẫn đến TTCK liên tục lao dốc và chạm mức đáy ở quý 2 năm 2008 (VN-Index chỉ còn 336 điểm).

Hình 19: Lãi suất tái chiết khấu bình quân tháng giai đoạn (2001-2009)



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

Qua hình 18 và hình 19 cho chúng ta thấy lãi suất cơ bản và lãi suất chiết khấu khá ổn định ở trong giai đoạn 2001-2007. Hàm ý của chính sách này là muốn giữ cho lãi suất thị trường ở mức thấp để kích thích tăng trưởng kinh tế.

Tuy nhiên, mức lãi suất cơ bản mà NHNN đưa ra lại mang tính quy định hành chánh nhiều hơn là để định hướng lãi suất thị trường. Nghịch lý ở chổ cung tiền tăng mạnh nhưng lãi suất thị trường không giảm mà có xu hướng tăng lên và thường xuyên chạm mức trần quy định mức lãi suất cơ bản của NHNN (lãi suất thị trường không vượt quá 150% lãi suất cơ bản).

Điều này được minh chứng qua thực tế là các ngân hàng thường tìm cách lách luật để nâng lãi suất huy động cao hơn quy định bằng các chương trình khuyến mãi, tặng quà cho khách hàng gửi tiền; chạy đua lãi suất…Ngoài ra, NHNN thường có các cuộc họp, làm việc với các ngân hàng thương mại để nhằm mục đích đưa mặt bằng lãi suất giảm xuống. Thực tế này cho thấy lãi suất thị trường chưa phản ánh đúng quan hệ cung – cầu vốn trên thị trường.

Nguyên nhân cung tiền gia tăng nhưng lãi suất thị trường không giảm là vì lạm phát cao và đồng nội tệ được định giá cao. Cung tiền tăng không những không giảm được lãi suất mà còn làm cho lạm phát tăng nhanh hơn. Đây thực sự là một rủi ro rất lớn cho nền kinh tế và thị trường chứng khoán vì khi lạm phát tăng ở mức cao buộc NHNN phải can thiệp bằng cách giảm cung tiền. Kết quả sẽ đưa đến lãi suất thị trường tăng mạnh, tạo nên cú sốc lớn đối với nền kinh tế và thị trường chứng khoán.

Năm 2008, lạm phát ở Việt Nam tăng mạnh và đạt mức cao nhất trong 10 năm qua, NHNN buộc phải thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ (giảm cung tiền). Kết quả là lãi suất thị trường tăng mạnh, gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến thị trường chứng khoán khi giảm xuống dưới 400 điểm so mức đỉnh điểm 1.174,2 điểm vào tháng 3/2007.

2.3 Kiểm nghiệm tác động của cung tiền (M2) đối với TTCK Việt Nam giai đoạn 2000-2009

2.3.1 Phương pháp thực nghiệm: phân tích đồng kết hợp

Phần này xây dựng khung thực nghiệm nhằm đánh giá mức độ ảnh hưởng của cung tiền đối với TTCK Việt Nam. Đề tài, đề xuất mô hình kinh tế lượng có dạng như sau:

$$\ln(vni_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(m_t) + u_t$$

Trong đó:

vni là chỉ số VN-Index, đơn vị tính là điểm

m là cung tiền M2, đơn vị tính là tỷ đồng

u là độ nhiễu

t biểu thị về thời gian (tháng)

α_1 là những thông số mô hình về mối quan hệ giữa cung tiền (M2) với chỉ số VN-Index

ln biểu thị logarit tự nhiên

Kỳ vọng dấu: $\alpha_1 > 0$

Gải thuyết đề tài đưa ra là mối quan hệ trong dài hạn giữa cung tiền (M2) và VNIndex là mối quan hệ đồng biến, nghĩa là cung tiền tăng dẫn đến VNIndex tăng. Tuy nhiên, trong ngắn hạn có thể có những biến động trái chiều nhau và cần có một khoảng thời gian nhất định để hội tụ về điểm cân bằng dài hạn.

Ước lượng mô hình là công việc cần làm, song kết quả của nó có thể đưa ta đến cái bẩy của hồi quy giả, nhất là đối với mối quan hệ giữa hai chuỗi số liệu theo thời gian, nghĩa là mối quan hệ giữa hai biến M2 và VNIndex có ý nghĩa về mặt thống kê nhưng trên thực tế quan hệ này hoàn toàn vô nghĩa. Vì lý do này, phương pháp đề tài sử dụng để phân tích mối quan hệ giữa M2 và VNIndex là phương pháp phân tích đồng kết hợp.

Các biến M2 và VNIndex là đồng kết hợp khi chúng thuộc cùng một chiều dài sóng vì khi đó các xu hướng trong M2 và VNIndex trở nên cân bằng nhau. M2 và VNIndex có cùng một chiều dài sóng nếu chúng được kết hợp với nhau ở cùng một bậc. Trong trường hợp này, kết quả hồi quy đối với các mức của hai biến M2 và VNIndex sẽ có ý nghĩa và chúng ta sẽ không phải mất bất kỳ thông tin dài hạn quý giá nào.

Kiểm tra tính dừng của chuỗi số liệu M2 (m2) và VNIndex (vni):

Một phương pháp kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu theo thời gian được sử dụng khá phổ biến là kiểm định nghiệm đơn vị, mà ở đó chúng ta hồi quy giá trị của một biến ở thời điểm t với chính nó tại thời điểm t-1. Và nếu hệ số (b) biểu hiện mối

quan hệ này trong thực tế bằng 1 thì chúng ta đang phải đối mặt với vấn đề nghiệm đơn vị, tức là chuỗi số liệu không dừng.

$$Y_t = bY_{t-1} + u_t$$

Biến đổi phương trình trên chúng ta được:

$$\Delta Y_t = (b-1)Y_{t-1} + u_t$$

Nếu đặt z = (b-1) thì để chứng minh giả thuyết b = 1, chúng ta chỉ cần chứng minh giả thuyết z = 0 hay nói cách khác lúc này giả thuyết H_0: z = 0 và H_1: z khác 0. Chấp nhận giả thuyết H_0, đều này đồng nghĩa với b = 1 hay nói cách khác chuỗi số liệu không dừng.

Ứng dụng kiểm định nêu trên, kết quả như sau: (số liệu và kết quả chạy mô hình nằm ở phụ lục)

(1) $\Delta LNm2_t = 0{,}032 - 0{,}0019LNm2_{t-1}$

$P_{value} = (0{,}41) \quad (0{,}74)$

Kết quả: chấp nhận giả thuyết H_0, nghĩa là chuỗi $LNm2_t$ không dừng

(2) $\Delta LNvni_t = 0{,}170 - 0{,}027LNvni_{t-1}$

$P_{value} = (0{,}25) \quad (0{,}27)$

Kết quả: chấp nhận giả thuyết H_0, nghĩa là chuỗi $LNvni_t$ không dừng

Tiếp tục xét chuỗi số liệu sai phân bậc 1 của $LNm2_t$ và $Lnvni_t$.

Nếu ta đặt:

$D_t = \Delta LNm2_t - \Delta LNm2_{t-1}$; $V_t = \Delta LNvni_t - \Delta LNvni_{t-1}$

(3) $D_t = 0{,}022 - 1{,}274\Delta LNm2_{t-1}$

$P_{value} = (0{,}000) \quad (0{,}000)$

Kết quả: Bác bỏ giả thuyết H_0, nghĩa là chuỗi $\Delta LNm2_t$ dừng

(4) $V_t = 0{,}003 - \Delta LNvni_{t-1}$

$P_{value} = (0{,}797) \quad (0{,}000)$

Kết quả: Bác bỏ giả thuyết H_0, nghĩa là chuỗi $\Delta LNvni_t$ dừng

Nhận xét kết quả:

$LNm2_t$ và $LNvni_t$ là chuỗi số liệu không có tính dừng, nhưng sai phân bậc 1 của chúng có tính dừng. Điều này cho thấy giữa hai biến này có nhiều khả năng là đồng kết hợp bậc 1. Tuy nhiên, câu trả lời sẽ được đưa ra sau khi thực hiện phép kiểm định Engle – Granger (EG) do Engle và Granger đưa ra vào năm 1997. Qua đó, kết quả sẽ

cho chúng ta biết giữa $LNm2_t$ và $LNvni_t$ có đồng liên kết, tức là chúng có mối quan hệ trong dài hạn không?

Ước lượng mô hình hồi quy đồng liên kết:

$$\ln(vni_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(m_t) + u_t$$

Bảng 4: Kết quả mô hình hồi quy đồng liên kết

Biến số	Hệ số ước lượng	P_value
Hằng số	1,872***	0,000
LNm2	0,609***	0,000
R-square: 0,462 F test: 87,950 (0,000) Durbin-Watson test = 1,860		
Kiểm định nghiệm đơn vị ADF đối với phần dư từ hồi quy trên: t = -2.223**		

Ghi chú: * *có ý nghĩa thống kê ở mức 5%*
** *có ý nghĩa thống kê ở mức 3%*
*** *có ý nghĩa thống kê ở mức 1%*

Kết quả kiểm định phần dư (u_t) của mô hình:

$\Delta u_t = -0,074\ u_{t-1}$

$P_{value} = 0,028$

$R^2 = 58,2\%$

Kết luận: u_t là phần dư từ ước lượng phương trình đồng liên kết ở trên có tính dừng. Do đó, mặc dù $LNm2_t$ và $LNvni_t$ không dừng một cách riêng biệt nhưng là đồng kết hợp, tức có mối quan hệ trong dài hạn. Mối quan hệ này khá chặt chẽ với mức ý nghĩa thống kê 1% ($\alpha_1 = 0,609$), hàm ý rằng cung tiền tăng lên 1% dẫn đến VNIndex tăng lên 0,6%.

Như đã phân tích ở trên, khi cung tiền thay đổi dẫn đến lãi suất trên thị trường thay đổi, từ đó tác động trực tiếp đến tỷ lệ chiết khấu (r) trong mô hình DCF, làm ảnh hưởng đến giá các cổ phiếu trên TTCK. Nếu cung tiền tăng dẫn đến lãi suất thị trường giảm, giá cổ phiếu có xu hướng tăng lên trong dài hạn dù trong ngắn hạn có những biến động bị chệch khỏi trạng thái cân bằng.

Một khi TTCK trở thành kênh đầu tư hấp dẫn sẽ thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư, từ đó tạo cơ hội cho các doanh nghiệp phát hành các đợt cổ phiếu mới để thu hút vốn, mở rộng quy mô sản xuất, đầu tư phát triển công nghệ mới, phát triển

nguồn nhân lực…Đây cũng là một vai trò quan trọng của TTCK đối với nền kinh tế, vì nó góp phần tạo nên sự phát triển ổn định và lâu dài cho các doanh nghiệp. Chính vì vậy, tác động của cung tiền xét trong dài hạn đối với TTCK là một tác động tích cực, nghĩa là cung tiền tăng lên sẽ dẫn đến sự tăng trưởng và phát triển ổn định hơn cho TTCK.

R^2 = 46,2%, điều này không có gì khó hiểu khi mà sự biến động của TTCK phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khác ngoài biến số cung tiền (M2).

2.3.2 Phân tích tác động trong ngắn hạn của cung tiền đối với TTCK Việt Nam

Kết quả phân tích ở trên đã cho chúng ta thấy sự tác động của cung tiền đối với TTCK trong dài hạn là có thực và theo xu hướng cung tiền tăng lên dẫn đến VNIndex tăng lên.

Tuy nhiên, một câu hỏi khác lại được đặt ra là: cung tiền có ảnh hưởng như thế nào đối với TTCK Việt Nam trong ngắn hạn và TTCK Việt Nam thay đổi ra sao trước những thay đổi đột ngột của cung tiền?

Như chúng ta đã biết biến LNm2 và LNvni là đồng liên kết. Vậy, bước tiếp theo chúng sẽ đi sâu phân tích với việc thành lập ECM (cơ chế hiệu chỉnh sai số). Mô hình kinh tế lượng được đề xuất có dạng như sau:

$$\Delta \ln(vni_t) = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k} \alpha_i \Delta \ln(m_{t-i}) + \beta u_{t-1} + \varepsilon_t$$

Trong đó,

Δ là ký hiệu sai phân bậc 1, u_{t-1} là giá trị của số dư từ hồi quy đồng liên kết ở độ trễ một thời đoạn; ε là số hạn sai số của mô hình.

α_i là hệ số co giãn VN-Index ngắn hạn lần lượt với các trễ của cung tiền, β là hệ số của biến điều chỉnh sai số chỉ tốc độ mà hệ thống tiếp cận đến trạng thái cân bằng dài hạn.

Tiến hành ước lượng mô hình trên với 12 biến trễ của ΔLNm2 và thông qua các giá trị kiểm định để loại bỏ dần các biến không ảnh hưởng hoặc ít ảnh hưởng để chọn ra các biến ảnh hưởng có ý nghĩa về mặt thống kê < 5% và các chỉ báo của mô hình là R^2, F_{test} chứng tỏ mô hình được ước lượng phù hợp.

Kết quả ước lượng mô hình hiệu chỉnh sai số:

Bảng 5: Kết quả mô hình hiệu chỉnh sai số

Biến số	Hệ số ước lượng	Giá trị kiểm định	Mức ý nghĩa
Hằng số	-1,204	-3,254	0,000
$\Delta LNm2_{-3}$	0,862	2,798	0,004
$\Delta LNm2_{-6}$	1,152	2,459	0,014
$\Delta LNm2_{-12}$	-1,410	-2,491	0,015
$(\text{Sai số trễ})_{-1}$	-0,036	-2,532	0,012
R-square: 0,482, F test = 3,645 (0,000), Durbin-Watson test = 2,070			

Ghi chú: * *có ý nghĩa thống kê ở mức 5%*
** *có ý nghĩa thống kê ở mức 3%*
*** *có ý nghĩa thống kê ở mức 1%*
-1;-2...n biểu thị mức độ trễ theo tháng

Mô hình ECM cho thấy thực tế có những tác động ngắn hạn của cung tiền đối với TTCK với mức ý nghĩa thống kê là < 5%; R^2 = 48,2%. Các tác động của cung tiền với các độ trễ 3 tháng, 6 tháng, 12 tháng đã được chọn để đưa vào mô hình phân tích vì chúng tương đối ổn định và các hệ số có mức ý nghĩa cao, là cơ sở tin cậy để tiến hành các phân tích, lý giải về mối quan hệ giữa cung tiền và TTCK Việt Nam trong ngắn hạn.

Hệ số β = - 0,036 (mức ý nghĩa < 5%). Điều này chứng tỏ những cú sốc hoặc biến động ngắn hạn của cung tiền sẽ làm ảnh hưởng đến TTCK Việt Nam và mất khoảng 28 tháng $(\frac{1}{\beta} = (\frac{1}{0,036}) = 28)$ để các điều chỉnh trong ngắn hạn đạt được điểm cân bằng dài hạn.

Ngoài ra, kết quả mô hình ECM cho thấy tác động của cung tiền đối TTCK có một độ trễ nhất định. Độ trễ của cung tiền 3 tháng, 6 tháng và 12 tháng là có mức ý nghĩa cao. Điều này không có nghĩa là các độ trễ khác của cung tiền không ảnh hưởng đối với TTCK mà là sự ảnh hưởng này chưa thực sự rõ ràng, độ tin cậy chưa cao nên đề tài không chọn để phân tích trong báo cáo này.

Tại sao tác động của cung tiền đối với TTCK Việt Nam giai đoạn 2000-2009 lại có độ trễ ?

- Như đã phân tích ở trên, cung tiền và lãi suất có mối tương quan nghịch và lãi suất là một biến số có ảnh hưởng quan trọng đối với TTCK. Tuy nhiên, trên thực tế

thay đổi cung tiền không phải ngay lập tức làm thay đổi lãi suất mà có một độ trễ nhất định. Độ trễ này phụ thuộc nhiều vào tính hiệu quả của thị trường tiền tệ (TTTT). Thị trường tiền tệ có vai trò quan trọng trọng việc truyền tải các tác động của chính sách tiền tệ (CSTT) đến nền kinh tế. Nếu thị trường tiền tệ hoạt động không thông suốt, qua đó ảnh hưởng đến cơ chế tác động và hiệu quả điều hành CSTT của NHNN.

Lãi suất được hình thành trên quan hệ cung cầu tiền tệ. Tuy nhiên, thời gian qua cho thấy lãi suất thị trường thường không phản ánh đúng quan hệ cung cầu vốn, tình hình này thể hiện rõ trong các năm 2003 và 2006. Thời gian này nguồn cung vốn ngắn hạn dư thừa, nhưng lãi suất ngắn hạn vẫn có xu hướng tăng. Nguyên nhân này là do sự phân tách và tình trạng độc quyền của các NHTM, thiếu liên kết, phản ứng chậm trước những tín hiệu chính sách của NHNN.

Do thiếu tính liên kết nên có một số NHTM thì thừa vốn, số khác lại thiếu vốn dẫn đến những tác động nhanh chóng và kịp thời của NHNN đối với TTTT là rất khó khăn, độ trễ chính sách kéo dài. Trong trường hợp đó, nếu như NHNN hành động đúng theo nguyên lý, khi nguồn vốn ngắn hạn trên TTTT dư thừa, nếu thay đổi mục tiêu ổn định lãi suất thì NHNN phải hút tiền về để cân bằng cung cầu vốn không gây áp lực giảm lãi suất thị trường và ngược lại sẽ không đạt được kết quả như mong muốn. Thực tế cho thấy, thời gian qua do chạy theo lợi ích riêng mà các NHTM thường xuyên cạnh tranh không lành mạnh với nhau và lãi suất trên thị trường liên ngân hàng có lúc bị đẩy lên rất cao.

Bên cạnh đó, tác động của chính sách tiền tệ đối với nền kinh tế nói chung và TTCK cần có một độ trễ. Thay đổi cung tiền cần có một khoản thời gian để các NHTM điều chỉnh lại các mức lãi suất và mất thêm một khoản thời gian nữa để sự thay đổi của lãi suất tác động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, TTCK có thể có những phản ứng nhanh hơn trước các tín hiệu của chính sách.

Đối với TTCK Việt Nam, đa phần là các nhà đầu tư nhỏ, kiến thức phân tích thị trường còn nhiều hạn chế và thường đầu tư theo tâm lý đám đông dẫn đến sự "phấn khích hoặc sợ hãi" quá mức trước các biến động của thị trường. Đây cũng là một yếu tố khác biệt của TTCK vốn còn non trẻ như Việt Nam so với các thị trường phát triển khác trên thế giới. Điều này lý giải cho một thực tế là có giai đoạn các yếu tố về lạm phát có xu hướng tăng cao, lãi suất thị trường tăng nhưng VNIndex vẫn tăng điểm,

ngược lại ở những giai đoạn lạm phát đã được kiểm soát, lãi suất thị trường giảm nhưng thị trường vẫn đi xuống.

Mặt khác, tác động của cung tiền đối với lạm phát thường có một độ trễ là 2 quý. Do đó, những phản ứng của TTCK trước các dấu hiệu của lạm phát cũng cần phải có một độ trễ nhất định.

Lý giải kết quả của mô hình sẽ giúp làm sáng tỏ hơn các lập luận vừa nêu.

- Tác động của cung tiền đối với TTCK ở độ trễ 3 tháng thể hiện ở biến $\Delta LNm2_{-3}$ (hệ số ước lượng: 0,862; mức ý nghĩa 1%). Điều chứng tỏ giữa cung tiền và TTCK có mối quan hệ đồng biến, tức là cung tiền tăng lên dẫn đến TTCK tăng lên sau một khoảng thời gian là 3 tháng. Đối với các độ trễ $\Delta LNm2_{-0}$, $\Delta LNm2_{-1}$, $\Delta LNm2_{-2}$ thì mức ý nghĩa rất thấp. Điều này cho thấy tác động của cung tiền đối với TTCK tại cùng một thời điểm là khá lỏng lẻo và các kiểm định thống kê không cho phép chúng ta tin cậy vào mối quan hệ này. Kết quả này rất phù hợp với điều kiện của TTCK Việt Nam như đã phân tích ở trên, khi mà nhà đầu tư nhỏ chiếm đa số. Khi mà các thay đổi của chính sách không được các nhà đầu tư phân tích và đưa vào các quyết định đầu tư của họ thì các thông tin chính sách không được phản ánh vào giá cổ phiếu là đều dễ hiểu.

Tuy nhiên, khi các kết quả thay đổi của chính sách bắt đầu biểu hiện rõ hơn thông qua kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thì lúc đó nhà đầu tư sẽ đón nhận nó và phản ánh vào giá cổ phiếu. Thực tế cho thấy, nhà đầu tư phản ứng về các thông tin như: lợi nhuận doanh nghiệp, doanh thu…nhiều hơn so với các thông tin về chính sách. Đây cũng là nguyên nhân lý giải tại sao tác động của cung tiền đối với TTCK có một độ trễ 3 tháng.

- Tác động của cung tiền đối với TTCK ở độ trễ 6 tháng thể hiện ở biến $\Delta LNm2_{-6}$ (hệ số ước lượng: 1,152; mức ý nghĩa 1%). Với độ trễ 6 tháng tác động của cung tiền đối với TTCK theo hướng cung tiền tăng dẫn đến TTCK tăng và ngược lại.

Điểm thú vị là hệ số ước lượng của cung tiền với độ trễ 6 tháng lớn hơn so với độ trễ 3 tháng. Điều này càng chứng tỏ nhà đầu tư phản ứng trước các thông tin về kết quả kinh doanh thông qua các báo cáo tài chánh của doanh nghiệp mạnh hơn so các thông tin chính sách. Các thay đổi cung tiền của NHNN không phải lúc nào cũng trùng khớp với báo cáo tài chính quý của các doanh nghiệp, do đó sự phản ứng của các nhà đầu tư đối với một độ trễ lớn hơn thể hiện qua hệ số của $\Delta LNm2_{-6} > \Delta LNm2_{-3}$ là đều dễ

hiểu. Qua đó, chứng tỏ với một tác động của cung tiền với độ trễ 6 tháng sẽ có ảnh hưởng (đồng biến) lớn hơn so với trễ 3 tháng.

- Tác động của cung tiền đối với TTCK ở độ trễ 12 tháng thể hiện ở biến $\Delta LNm2_{-12}$ (hệ số ước lượng: -1,410; mức ý nghĩa 1%), nghĩa là tác động của cung tiền sau 12 tháng có quan hệ nghịch biến với TTCK. Cung tiền tăng lên dẫn đến TTCK giảm xuống sau một khoảng thời gian là 12 tháng. Nguyên nhân chủ yếu là do tác động của cung tiền đã dẫn đến những dấu hiệu về lạm phát sau một độ trễ 6 tháng. Các dấu hiệu lạm phát này dần được phản ánh vào trong giá của cổ phiếu và rõ nhất là sau 12 tháng kể từ khi thay đổi cung tiền. Trước các dấu hiệu của lạm phát NHNN có thể phải đưa ra các chính sách để thắt chặt tiền tệ hoặc quản lý nguồn vốn cung ứng cho TTCK khiến các nhà đầu tư lo ngại và muốn rút vốn khỏi thị trường. Trước các dấu hiệu của lạm phát, lãi suất thị trường gia tăng làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp, từ đó tác động đến giá cổ phiếu.

Tuy nhiên, đối với TTCK Việt Nam phản ứng của các nhà đầu tư đối với các dấu hiệu của lạm phát chưa thực sự rõ ràng dù có những cảnh báo quan trọng từ NHNN và các báo cáo nghiên cứu. Thực tế cho thấy, năm 2007 dấu hiệu lạm phát đã bộc lộ khá rõ, nhiều cảnh báo đã được đưa ra nhưng giá cổ phiếu vẫn tăng cho đến khi NHNN thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ để kiềm chế lạm phát. Điều này được minh chứng khi hệ số ước lượng của $\Delta LNm2_{-12}$ có ý nghĩa về mặt thống kê trong khi dấu hiệu của lạm phát đã xuất hiện trước đó 1 đến 2 tháng.

Kết luận chương II

Cung tiền và TTCK có mối tương quan lẫn nhau. Trong ngắn hạn, các biến động của cung tiền dẫn đến những biến động trên TTCK với độ trễ của cung tiền là 3 tháng, 6 tháng và 12 tháng, trong đó cung tiền có độ trễ 12 tháng có quan hệ nghịch biến với TTCK. Từ kết quả phân tích đồng liên kết cũng cho chúng ta biết rằng giữa cung tiền và TTCK có một mối quan hệ dài hại, cung tiền tăng lên dẫn đến TTCK tăng và ngược lại. Sự mất cân bằng trong ngắn hạn được điều chỉnh với thời gian là 28 tháng để đạt trạng thái cân bằng dài hạn. Điều này chứng tỏ những biến động quá lớn và đột ngột của cung tiền sẽ có ảnh hưởng rất lớn đến TTCK và kéo dài một khoảng thời gian khi quay về với trạng thái cân bằng dài hạn.

Ở trong giai đoạn 2000-2007, tốc độ tăng cung tiền được duy trì ở mức độ khá cao để kích thích tăng trưởng kinh tế và mức độ lệch pha giữa tốc độ tăng trưởng kinh tế và tốc độ tăng cung tiền ngày càng lớn. Đây là một trong những nguyên nhân dẫn đến lạm phát gia tăng ngày càng cao ở nước ta. Cuối năm 2007 lạm phát tăng nhanh, NHNN đã thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ bằng việc giảm mạnh cung tiền, lạm phát đã được kiểm soát nhưng nó đã tạo nên một cú sốc lớn đối với TTCK và sự hồi phục của nó trở nên chậm chạm và khó khăn.

Song song với sự phát triển thương mại và dịch vụ trong thế giới hiện đại, kiểm soát vốn rất dễ bị lãng quên. Thêm nữa, vấn đề kiểm soát vốn còn thể hiện những thay đổi của quốc gia không đúng thực tế. Do vậy rất khó để một quốc gia có được một hệ thống kiểm soát vốn thật sự hiệu quả. Lý thuyết bộ ba bất khả thi khẳng định rằng: trong điều kiện ngày nay, một quốc gia phải lựa chọn giữa việc giảm thiểu sự thay đổi tỷ giá hoặc điều hành một chính sách tiền tệ độc lập ổn định. Nó không thể có đồng thời cả hai.

Do đó, để duy trì một chính sách tỷ giá ổn định, thời gian qua NHNN buộc phải hy sinh việc có được một chính sách tiền tệ độc lập. Đứng trước áp lực gia tăng nhanh chóng của dòng vốn ngoại năm 2007, buộc NHNN phải bơm một lượng tiền rất lớn để mua vào hơn 7 tỷ USD để duy trì ổn định tỷ giá. Tuy nhiên, lượng tiền hút về lại chậm và nhỏ hơn so với lượng tiền bơm ra là một trong những nguyên nhân góp phần đẩy lạm phát lên cao.

Trong suốt thời kỳ 2000-2009, tỷ giá danh nghĩa được duy trì khá ổn định và có xu hướng tăng (VNĐ mất giá) nhưng tỷ giá thực giảm bình quân > 20%/năm do chênh lệch lạm phát giữa Việt Nam và Mỹ khá lớn. Thực tế này càng gây khó khăn hơn cho việc điều hành chính sách tiền tệ của NHNN và dễ dẫn đến hiện tượng đô la hóa trong nền kinh tế.

Hiệu quả sử dụng vốn thấp cũng là nguyên nhân làm cho việc thực thi chính sách tiền tệ trở nên khó khăn hơn vì để kích thích tăng trưởng cần phải bơm tiền vào nền kinh tế, nhưng do hiệu quả sử dụng vốn thấp nên lượng vốn bơm vào ngày càng lớn hơn để đạt được 1% tăng GDP và điều này dẫn đến các lo ngại về lạm phát gia tăng.

Lãi suất là yếu tố quan trọng và nhạy cảm đối với TTCK, phản ánh mối quan hệ về cung cầu vốn trên thị trường. Tuy nhiên, thời gian qua lãi suất thị trường chưa phản ánh đúng về quan hệ cung cầu vốn. Nguyên nhân là do TTTT hoạt động chưa thực sự hiệu quả, các NHTM cạnh tranh không lành mạnh, thiếu liên kết…gây nên sự thiếu hụt thanh khoản một cách giả tạo, đẩy lãi suất lên cao, phản ứng của thị trường trước các thông tin về chính sách không như mong muốn.

Các tín hiệu về chính sách được phát đi còn chậm. Phản ứng của chính sách chưa theo sát diễn biến thị trường và thường theo sau thị trường.

TTCK Việt Nam vốn còn rất non trẻ, nhà đầu tư nhỏ chiếm tỷ trọng cao nên sự tác động của cung tiền đối với thị trường cũng có một số điểm khác biệt so với các TTCK phát triển trên thế giới. Các nhà đầu tư hành động theo tính chủ quan và số đông, chưa dựa trên các phân tích khoa học về các dấu hiệu, thông tin của chính sách. Thực tế cho thấy, nhà đầu tư quan tâm nhiều các thông tin về các báo cáo tài chính của các doanh nghiệp hơn là các thông tin về chính sách.

CHƯƠNG III
ĐỀ XUẤT MỘT SỐ GIẢI VỀ CUNG TIỀN VÀ TÁC ĐỘNG CỦA CUNG TIỀN ĐẾN SỰ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Trên cơ sở những nội dung đã phân tích, đề tài xin đề xuất một số giải pháp về cung tiền có liên quan đến sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam nhằm phát huy những mặt tích cực của cung tiền, đồng thời hạn chế những ảnh hưởng tiêu cực của nó đối với TTCK, nhất là trong bối cảnh nền kinh tế hội nhập ngày càng sâu, rộng với kinh tế toàn cầu, các chính sách tiền tệ như: cung tiền, tỷ giá, lãi suất…ngày càng đóng vai trò quan trọng hơn với một tư duy rộng lớn hơn trong điều hành các chính sách vĩ mô của Chính phủ.

Các dòng vốn đầu tư như: FDI, FII sẽ luân chuyển ngày càng tự do hơn với quy mô lớn hơn. Dó đó, những biến động của nó sẽ tác động rất lớn đến thị trường chứng khoán trong giai đoạn tới, nhất là sự tác động có tính dây chuyền do mối quan hệ về kinh tế, tài chính giữa các quốc gia trên thế giới ngày càng chặt chẽ và phụ thuộc lẫn nhau hơn.

Đề tài xin đề xuất một số giải pháp như sau:

3.1 Nâng cao chất lượng phân tích, dự báo có liên quan đến cung tiền và tác động của cung tiền đối với thị trường chứng khoán

Dự báo kịp thời diễn biến kinh tế vĩ mô, thị trường tài chính - tiền tệ trong nước và quốc tế để có chính sách, giải pháp thích hợp trong điều hành cung tiền, tránh ảnh hưởng xấu đối với thị trường chứng khoán. Để nâng cao chất lượng công tác phân tích, dự báo tình hình kinh tế vĩ mô và thị trường tiền tệ liên quan cung tiền cần:

- Hoàn thiện và nâng cao chất lượng công tác thống kê, dự báo tiền tệ và cán cân thanh toán quốc tế phục vụ tốt cho điều hành chính sách tiền tệ.
- Tăng cường đào tạo nguồn nhân lực, tuyển chọn người tài; có chính sách thu hút nguồn nhân lực là các du học sinh…nhằm xây dựng một đội ngũ cán bộ có đủ năng lực, trình độ chuyên môn đảm nhận tốt công tác dự báo tình hình

kinh tế vĩ mô và thị trường tiền tệ phục vụ cho việc ra các quyết định tăng/giảm cung tiền và đánh giá ảnh hưởng của nó đối với TTCK.

- Đẩy mạnh xây dựng cơ sở hạ tầng phục vụ cho công tác nghiên cứu và dự báo về tình hình kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và các ảnh hưởng của nó đối với TTCK.
- Tăng cường giao lưu học hỏi kinh nghiệm về dự báo với các quốc gia trên thế giới, nhất là các quốc gia có những điểm tương đồng với Việt Nam nhưng có nhiều kinh nghiệm trong công tác dự báo tác động của chính sách đối với TTCK.
- Xây dựng đội ngũ cán bộ ở các NHTM, công ty chứng khoán có đủ năng lực và trình độ chuyên môn đáp ứng công tác phân tích, dự báo kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và tác động của nó đối với TTCK.
- Tổ chức các hội thảo khoa học chuyên đề, thảo luận về các chính sách kinh tế vĩ mô và tiền tệ…nhằm quy tụ chất xám của các nhà khoa học, doanh nghiệp đối với chính sách. Hình thành kênh thông tin thu nhận kịp thời những phản biện về chính sách và tác động của chính sách đối với TTCK.
- Tổ chức các hội nghị, hội thảo khoa học về "*nâng cao chất lượng công tác dự báo tình hình kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước có ảnh hưởng đến TTCK Việt Nam"*.
- Vận dụng kết quả phân tích định lượng của mô hình đồng liên kết để ra các quyết định điều chỉnh tăng/giảm cung tiền, đồng thời dự báo những ảnh hưởng của cung tiền đến TTCK dưới sự tác động của tỷ giá hối đoái, lạm phát và lãi suất.
- Nghiên cứu, ứng dụng mô hình đồng liên kết để dự báo kịp thời những tác động ngắn hạn của cung tiền đối với thị trường chứng khoán (như: độ trễ cung tiền, hệ số tác động của cung tiền…) và thông báo kết quả đến với các nhà đầu tư nhằm giúp họ có cơ sở khoa học để ra các quyết định đầu tư hợp lý.
- Nghiên cứu, phát triển các phần mềm điện toán để lưu trữ, truy xuất dữ liệu nhằm tăng khả năng dự báo của mô hình kinh tế lượng đồng kết hợp.

3.2 Minh bạch thông tin về việc điều chỉnh cung tiền và ảnh hưởng của cung tiền đến thị trường chứng khoán

Phát đi tín hiệu về điều hành chính sách là một việc làm cần được thực hiện thường xuyên và mức độ tin cậy phải cao. Với những tín hiệu phát đi, các nhà đầu tư sẽ phân tích và nhận định được về khả năng có một điều chỉnh về chính sách, từ đó họ sẽ có những điều chỉnh thích hợp trong hành vi đầu tư và giúp cho TTCK ít bị sốc hơn trước các thay đổi của chính sách. Cụ thể:

- Các nhà điều hành chính sách cần phát đi những tín hiệu, cảnh báo sớm về môi trường kinh tế vĩ mô và các điều chỉnh trong chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, các tín hiệu này phải kịp thời và phù hợp với diễn biến trên thị trường nhưng phải diễn ra trước thị trường.
- Để tạo được lòng tin của các doanh nghiệp, các nhà đầu tư…về các tín hiệu phát đi từ các nhà điều hành chính sách thì xác suất xảy ra phải cao.
- Phát tín hiệu về các điều chỉnh chính sách phải được thực hiện định kỳ hàng tháng, trong trường hợp cấp thiết có thể sớm hơn và phải do một cán bộ có đủ thẩm quyền phát đi.
- Công bố dự báo về tác động của chính sách đối với nền kinh tế và TTCK khi chính sách được thực hiện nhằm làm cơ sở để các nhà đầu tư tham khảo và ra quyết định hợp lý.

3.3 Hoàn thiện cơ chế truyền tải chính sách cung tiền

Vấn đề quan trọng của việc hoàn thiện cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ chính là phát triển thị trường tiền tệ. Vấn đề cốt lỏi để phát triển thị trường tiền tệ là cần củng cố các thành viên của thị trường. Ngoài việc nâng cao năng lực tài chính, quản trị rủi ro của các trung gian tài chính, cần nâng cao nhận thức về khả năng phân tích thị trường của các thành viên thị trường để họ có những phản ứng phù hợp với xu hướng thắt chặt hay nới lỏng CSTT của NHNN.

Trong phát triển thị trường tiền tệ, cần chú trọng phát triển thị trường liên ngân hàng (nội tệ và ngoại tệ), thị trường thứ cấp cho các giấy tờ có giá. Cụ thể là:

- NHNN cần tăng tính chỉ đạo, tạo tính thanh khoản tốt cho thị trường liên ngân hàng và nhất quán trong điều hành chính sách tiền tệ. Điều này trước hết tạo tâm lý tốt cho các trung gian tài chính, mà trước hết là các NHTM

không phải để dự trữ thanh khoản nhiều, nhất là trong những thời điểm nhu cầu rút tiền lớn. Với mức dự trữ thanh khoản phù hợp với nhu cầu rút tiền hàng ngày của nền kinh tế thì tác động của cung tiền và lãi suất mới làm cho các trung gian tài chính phản ứng nhanh trước những thay đổi đó.

- NHNN cần hình thành cơ chế điều hành lãi suất, cùng với nghiệp vụ thị trường mở theo hướng khuyến khích các NHTM vay mượn lẫn nhau trên thị trường trước khi tiếp cận nguồn vốn NHNN.
- Thành lập một Ban chỉ đạo điều hành chính sách tiền tệ.
- Đối với việc phát triển thị trường thứ cấp, NHNN cần tăng cường tuyên truyền, đào tạo các NHTM, các khách hàng của NHTM để họ thấy lợi ích khi tham gia thị trường mua bán có kỳ hạn các giấy tờ có giá (repo).
- Bên cạnh thị trường mở (OMO) đang hoạt động, NHNN nên hình thành thị trường repo song phương giữa NHNN với các NHTM lớn. Thị trường này sẽ tạo cho NHNN chủ động trong việc bơm, hút tiền ra/vào hơn OMO.
- Phát triển hệ thống thanh toán liên ngân hàng để đảm bảo hàng ngày NHNN xác định được chính xác lượng vốn thừa, thiếu để có sự kết nối giữa nơi thừa vốn và nơi thiếu vốn trước khi quyết định can thiệp thị trường.
- Tăng cường công tác thanh tra, giám sát đối với thị trường tiền tệ. Tiếp tục tăng cường kỷ luật, bằng các qui định chặt chẽ về khả năng thanh khoản, chất lượng đầu tư, tính an toàn trong hoạt động của các TCTD; nâng cao chất lượng quản trị rủi ro của các NHTM bằng hệ thống công nghệ thông tin; tăng cương các biện phát giám sát từ xa, thanh tra tại chỗ một cách hiệu quả. Điều này đòi hỏi phải xây dựng hệ thống chỉ tiêu chuẩn để đánh giá chất lượng hoạt động của thị trường tài chính và xây dựng hệ thống cảnh báo sớm.

3.4 Hoàn thiện cơ chế tác động của cung tiền đối với thị trường chứng khoán Việt Nam

3.4.1 Thay đổi chính sách tỷ giá để giảm các cú sốc của cung tiền đối với thị trường chứng khoán

- Về lâu dài Chính phủ cần ưu tiên cho việc nới lỏng chính sách tỷ giá hối đoái nhằm giúp cho chính sách tiền tệ được độc lập hơn. Một khi chính sách

tiền tệ được độc lập thì việc điều tiết lãi suất thị trường sẽ trở nên dễ dàng hơn trong việc hướng đến các mục tiêu kích thích tăng trưởng kinh tế hoặc kiềm chế lạm phát. Một chính sách tỷ giá thích hợp cũng giúp cho việc ứng phó có hiệu quả trước việc hấp thụ các dòng vốn ngoại khi nó gia tăng nhanh một cách đột ngột, từ đó tránh gây nên những cú sốc đối với thị trường chứng khoán.

- Trong ngắn hạn, điều hành chính sách tỷ giá theo hướng linh hoạt là phù hợp vì diễn biến phức tạp của tình hình kinh tế vĩ mô và thị trường tiền tệ trong nước và quốc tế. Tuy nhiên, Chính phủ cần ưu tiên từng bước giảm giá VNĐ và chú trọng đúng mức tới xu thế và mức tỷ giá hiệu dụng thực. Nước ta được nhận định là đã trải qua thời kỳ tồi tệ nhất của ảnh hưởng suy thoái kinh tế toàn cầu và cần có các biện pháp kịp thời để kích thích tăng trưởng kinh tế. Do đó, việc hạ lãi suất thị trường để thúc đẩy tăng trưởng sẽ gặp nhiều khó khăn nếu chính sách tỷ giá không được điều chỉnh phù hợp, từ đó dẫn đến thị trường chứng khoán chậm phục hồi.
- Chính phủ cần có những thống kê đầy đủ về nợ nước ngoài, thời hạn trả nợ…làm cơ sở để điều hành chính sách tỷ giá phù hợp, nhất là trong các trường hợp tăng trưởng tín dụng ngoại tệ tăng mạnh và thời gian đáo hạn của các khoản nợ. Qua đó, giúp thị trường chứng khoán phát triển ổn định hơn do tâm lý lo ngại về rủi ro nợ nước ngoài của các nhà đầu tư giảm.
- Các doanh nghiệp và NHTM cần xây dựng một bộ phận chuyên về quản trị rủi ro về tỷ giá, có khả năng phân tích, dự báo xu hướng biến động của tỷ giá. Quản trị rủi ro của các doanh nghiệp tốt thì niềm tin của nhà đầu tư đối với doanh nghiệp sẽ tăng lên, từ đó cũng giúp cho thị trường chứng khoán phát triển lành mạnh hơn.

3.4.2 Tăng tính độc lập cho chính sách tiền tệ

- Lãi suất cần phải được điều hành dựa trên quan hệ cung – cầu về vốn trên thị trường. Nếu không điều hành lãi suất theo cơ chế thị trường thì chính sách cung tiền đối với lãi suất không còn ý nghĩa, khi đó cung tiền tăng chưa hẳn đã đưa đến lãi suất giảm và như thế các kỳ vọng của chính sách cũng

khó đạt được và sự tin tưởng của nhà đầu tư đối với chính sách của Chính phủ giảm đi.

- Cần sớm khắc phục những bất cập về các quy định pháp luật trong việc điều hành lãi suất thị trường. Trong khi lãi suất cơ bản dựa trên các quy định của Bộ Luật dân sự và Luật NHNN, nhưng lãi suất thị trường thì phải diễn biến theo quan hệ cung cầu. Khắc phục nhược điểm này sẽ giúp cho lãi suất thị trường trở nên minh bạch hơn, phản ánh đúng quan hệ cung cầu vốn trên thị trường, tránh trường hợp các NHTM cạnh tranh không lành mạnh trong huy động tiền gửi dẫn đến tình trạng lách Luật, chạy đua lãi suất…
- NHNN tiếp tục triển khai các giải pháp điều hành lãi suất thỏa thuận phù hợp với cơ chế thị trường.
- Cung ứng tiền tệ phải được xem là công cụ quan trọng trong việc điều tiết lãi suất thị trường. Do đó, cần phải có các giải pháp thúc đẩy thị trường mở phát triển một cách có hiệu quả. Thông qua đó, mà việc bơm, hút tiền mới được thực hiện một cách nhanh chóng, từ đó kết quả của chính sách, nhất là về lãi suất, tỷ giá đạt được như mong muốn, tránh những ảnh hưởng tiêu cực do phản ứng không kịp thời của chính sách.
- Hội đồng Chính sách tài chính - tiền tệ quốc gia cần chủ động nghiên cứu, đánh giá tác động của những diễn biến trên thị trường tài chính, tiền tệ thế giới và khu vực, kịp thời đề xuất giải pháp điều hành chính sách vĩ mô phù hợp.
- Tăng cường công tác thanh tra, giám sát các NHTM trong việc thực hiện các chính sách tiền tệ của Chính phủ; các NHTM cần phối hợp chặt chẽ hơn với NHNN trong việc triển khai các chính sách và tránh cạnh tranh không lành mạnh, ảnh hưởng xấu đến nền kinh tế và TTCK.
- Điều chỉnh hợp lý mối quan hệ giữa lãi suất vay ngoại tệ và lãi suất vay VNĐ. Đây cũng là điều kiện cần thiết để việc điều tiết lãi suất trên thị trường đạt hiệu quả cao.
- Về dài hạn, NHNN cần nghiên cứu đề xuất với Quốc hội, Chính phủ loại bỏ lãi suất cơ bản vì nếu chính sách tiền tệ được thực thi dựa trên cơ chế thị trường thì các quy định về lãi suất cơ bản sẽ không còn phù hợp. Tuy nhiên,

trong ngắn hạn thì lãi suất cơ bản cần phải được duy trì vì thực tế hiện nay thị trường tiền tệ vẫn chưa thực sự phát triển một cách ổn định, vận hành nền kinh tế theo cơ chế thị trường vẫn còn khá mới mẻ ở nước ta.

- NHNN cần phải được độc lập hơn trong điều hành chính sách. Nếu là tổ chức điều tiết độc lập, Ngân hàng Nhà nước có thể chủ động trong chính sách tiền tệ của mình nhằm bảo vệ sức mạnh của đồng tiền, ngăn chặn lạm phát, phục vụ sự phát triển của đất nước mà không quá phụ thuộc vào công việc hàng ngày của cơ quan hành pháp.

3.4.3 Tự do hóa tài khoản vốn để thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển

- Trong thế giới hiện đại, rất khó để một quốc gia có được một hệ thống kiểm soát vốn thật sự hiệu quả. Do đó, tự do hóa tài khoản vốn được xem như là một xu thế tất yếu. Vì vậy, một chính sách tiền tệ độc lập cũng đồng nghĩa với chính sách tỷ giá vận hành theo cơ chế thị trường sẽ hữu ích hơn trước những thay đổi của dòng vốn ngoại.
- Tiếp tục thực hiện chính sách tự do hóa tài khoản vãng lai để tạo điều kiện thu hút nguồn từ nước ngoài và tạo điều kiện thuận lợi cho việc chuyển các nguồn thu nhập hợp pháp của các nhà đầu tư nước ngoài ra nước ngoài. Ở đây hệ thống ngân hàng đóng vai trò rất quan trọng trong việc kiểm soát các giao dịch của tài khoản vốn.
- Trong trường hợp dòng vốn nước ngoài có sự thay đổi đột ngột, NHNN cần phải rất thận trọng khi sử dụng chính sách cung tiền để can thiệp vì rất dễ gây ra những bất ổn về kinh tế vĩ mô, ảnh hưởng xấu đến TTCK.
- Tự do hóa tài khoản vốn phải được thực hiện từng bước, song hành cùng với việc nới lỏng dần chính sách tỷ giá. Mặt khác, khi mà nền kinh tế chưa thực sự ổn định, khu vực tài chính ngân hàng còn bộc lộ nhiều yếu kém cộng với những cải cách khác chưa được thực hiện theo tiến trình tự do hóa tài chính thì tự do hóa tài khoản vốn có thể mang đến nhiều rủi ro.

3.4.4 Kiểm soát lạm phát khi thực hiện tăng cung tiền để hạn chế tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán

- Việc tăng trưởng tín dụng và cung tiền cần phải được giám sát chặt chẽ, vừa đảm bảo cung ứng đủ vốn phục vụ sản xuất kinh doanh, đồng thời duy trì tăng trưởng kinh tế bền vững.
- Cần phải hình thành cơ chế lãi suất linh hoạt, ứng biến với diễn tiến của thị trường tiền tệ một cách có hiệu quả đi đôi với điều chỉnh các quan hệ tín dụng hướng vào các hoạt động kinh tế trọng yếu, mà các hoạt động đó tác động có hiệu lực trong kiềm chế lạm phát.
- Cần phải đặt mục tiêu kiểm soát lạm phát lên hàng đầu trước khi ra quyết định thay đổi chính sách cung tiền, tránh trường hợp để lạm phát quá cao, NHNN buộc phải thay đổi chính sách cung tiền một cách đột ngột, gây ảnh hưởng xấu đến việc tăng trưởng và tiến trình phục hồi của nền kinh tế và TTCK.
- Kế hoạch tăng cung tiền phải được chuẩn bị một cách chủ động và việc hút tiền về phải được thực hiện nhanh chóng theo kế hoạch vì nếu không ảnh hưởng của nó rất dễ dẫn đến nguy cơ lạm phát gia tăng.
- Tăng cung ứng tiền tệ để kích thích nền kinh tế tăng trưởng là cần thiết. Tuy nhiên, chính sách này không nên được duy trì quá lâu nếu hiệu quả đầu tư không được cải thiện. Vì khi đó lượng tiền bơm ra sẽ làm tăng tổng cầu trong khi tổng cung tăng không tương ứng và độ lệch này ngày càng lớn thì tất yếu sẽ dẫn đến lạm phát tăng cao.

3.5 Nâng cao hiệu quả đầu tư của nền kinh tế để tăng sức mạnh cho chính sách cung tiền trong việc thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển

- Cần sớm tiến hành tái cấu trúc nền kinh tế theo hướng chú trọng đến chất lượng tăng trưởng, lấy cạnh tranh làm nền tảng cho phát triển. Một khi hiệu quả vốn đầu tư của nền kinh tế được nâng lên, lượng tiền được bơm ra sẽ ít hơn để duy trì một tốc độ tăng trưởng như cũ, khi đó chính sách tăng cung tiền để kích thích tăng trưởng kinh tế dễ thực hiện hơn lo ngại về lạm phát ít hơn.
- Chuyển từ mô hình công nghiệp truyền thống sang mô hình phát triển bền vững, dựa chủ yếu vào mô hình kinh tế tri thức, công nghệ, nguồn nhân lực chất lượng cao, tiết kiệm tài nguyên và bảo vệ môi trường, vì các mô hình

công nghiệp truyền thống đang tiến tới giới hạn, càng phát triển nhanh thì càng tiêu hao nhiều tài nguyên và năng lượng.

- Kiểm soát bội chi ngân sách nhà nước. Hạn chế tăng cung tiền để tài trợ chi tiêu công một khi hiệu quả đầu tư công chưa được cải thiện vì khi cung tiền tăng lên để tài trợ cho các khoản chi tiêu công sẽ tác động làm tăng tổng cầu trong khi mức sản lượng không tăng tương ứng sẽ dẫn đến nguy cơ lạm phát và hiện tượng bông bóng có thể xảy ra đối với TTCK và thị trường bất động sản.
- Chính phủ cần nhanh chóng cải tổ cơ cấu của các tập đoàn kinh tế quốc doanh vì các tập đoàn này nắm giữ một lượng tài sản, lượng vốn lớn của nền kinh tế, nhất là vốn Nhà nước. Do đó, nếu không có những cải cách quan trọng ở khu vực kinh tế này thì hiệu quả đầu tư chung của cả nền kinh tế chưa thể được nâng lên.
- Cải cách đầu tư công hướng tới việc nâng cao hiệu quả sử dụng vốn nhà nước, giảm bớt những yếu kém trong các khâu chuẩn bị dự án, sự vận hành kém của các hợp đồng trong lĩnh vực đầu tư công, tình trạng thiếu cạnh tranh và minh bạch trong triển khai các dự án.
- Nâng cao tính minh bạch và hiệu quả trong các hoạt động đầu tư công. Một khi các hoạt động đầu tư công được minh bạch sẽ thu hút sự quan tâm và giám sát của nhân dân dẫn đến việc phát hiện các sai phạm được nhanh chóng, hậu quả được khắc phục kịp thời.
- Cắt giảm các công trình đầu tư công bằng nguồn ngân sách có quy mô quá lớn, chưa thật cấp bách nhưng có thời gian đầu tư dài. Mặt khác, bằng việc để cho các chủ đầu tư huy động vốn ngoài ngân sách cũng sẽ làm tăng hiệu quả của đầu tư, hạn chế thấp nhất thất thoát; tham nhũng – một vấn đề "nổi cộm" trong việc sử dụng vốn đầu tư mà lâu nay chưa tìm được biện pháp đặc trị.
- Hướng nguồn vốn tín dụng tới những khu vực kinh tế thật sự có hiệu quả trong trung và dài hạn, tránh chạy theo hiệu quả kinh tế ngắn hạn như chứng khoán, bất động sản..., đồng thời tiết giảm việc cấp vốn ngân sách cho nhu cầu đầu tư của khối các Tổng công ty; Tập đoàn Nhà nước.

- Tiếp tục đẩy mạnh cổ phần hoá, chuyển DNNN thành công ty cổ phần, biến DNNN thành công ty mở, có quyền chủ động huy động vốn để phát triển sản xuất, kinh doanh.
- Tiếp tục thực hiện có hiệu quả chương trình cải cách hành chính, nhất là các thủ tục về cấp phép đầu tư.
- Tăng cường công tác giám sát, thanh tra đối với các dự án đầu tư công, nhất là các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng nhằm đảm bảo thực hiện đúng tiến độ, đúng quy hoạch để tạo ra các hiệu ứng tích cực cho nền kinh tế.

3.6 Tăng cường thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài đối với thị trường chứng khoán

Tăng cường thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài vừa là một giải pháp giúp tăng cung ứng vốn cho nền kinh tế, đồng thời cũng giúp cho thị trường ngoại hối bớt căng thẳng và ổn định hơn, tỷ lệ dự trữ quốc gia tăng lên, khi đó chính sách tiền tệ sẽ có nhiều lựa chọn hơn để kích thích tăng trưởng kinh tế hoặc kiềm chế nguy cơ lạm phát, từ đó cũng có tác động tích cực đối với TTCK.

3.6.1 Thu hút FDI

- Hoàn thiện cơ chế, chính sách về khuyến khích đầu tư nước ngoài như: chính sách ưu đãi, hỗ trợ đầu tư; chính sách phát triển thị trường vốn, tín dụng đầu tư; chính sách thương mại và thị trường; chính sách đất đai; chính sách phát triển nguồn nguyên liệu; chính sách phát triển nguồn nhân lực; phát triển cơ sở hạ tầng…
- Tăng cường công tác vận động, xúc tiến đầu tư nước ngoài. Nghiên cứu tiềm năng của các nước để có các cơ chế, chính sách thu hút phù hợp theo các lĩnh vực ưu tiên.
- Hoàn thiện danh mục và tóm tắt dự án thu hút đầu tư nước ngoài. Đổi mới và nâng cao các ấn phẩm tuyên truyền, kêu gọi đầu tư nước ngoài.

3.6.2 Thu hút FII

- Khuyến khích các tổ chức cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài có uy tín, có năng lực tài chính và chuyên môn cao tham gia đầu tư vào lĩnh vực cùng ngành tại Việt Nam.

- Thực hiện cam kết mở cửa TTCK, tiến tới xoá bỏ hoàn toàn hạn chế sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đối với các doanh nghiệp thuộc các ngành nghề nhất định (trong đó có ngành kinh doanh chứng khoán) mà Nhà nước không cần nắm giữ cổ phần để thu hút đầu tư nước ngoài.
- Sớm ban hành văn bản, Thông tư hướng dẫn thành lập quỹ mở tại Việt Nam.Trên thế giới, quỹ mở rất phổ biến, chiếm hơn 90% loại hình kinh doanh quỹ, khi cho phép thành lập quỹ mở, dòng vốn FII có cơ hội chảy vào mạnh hơn.

3.7 Phát triển chứng khoán phái sinh có khả năng phòng ngừa rủi ro do tác động của cung tiền đối với thị trường chứng khoán

Với các giải pháp đưa ra thì tỷ giá, lãi suất có thể biến động lớn hơn, tạo ra các rủi ro cho doanh nghiệp, từ đó cũng làm ảnh hưởng đến TTCK. Chứng khoán phái sinh như: options, futures, forwards, swaps sẽ là những công cụ phòng ngừa rủi ro hữu ích cho doanh nghiệp trước các biến động của tỷ giá, lãi suất…Do đó, phát triển chứng khoán phái sinh cũng sẽ góp phần làm giảm đi những rủi ro từ việc thay đổi chính sách của NHNN, từ đó giúp cho TTCK phát triển hơn và ổn định hơn.

Các giải pháp phát triển chứng khoán phái sinh:

- Nhà nước cần hỗ trợ, phối hợp với các tổ chức tài chính cung cấp dịch vụ chứng khoán phái sinh trong công tác nâng cao nhận thức của doanh nghiệp, nhà đầu tư.
- Xây dựng và điều chỉnh khung pháp lý cho thị trường chứng khoán phái sinh.
- Nới lỏng vai trò điều hành của Nhà nước đối với thị trường tài chính. Điều này không đồng nghĩa với buông lỏng quản lý mà là đưa thị trường tài chính vận hành theo đúng bản chất của cơ chế thị trường. Hoạt động giao dịch phải thật sự có ý nghĩa trong điều kiện tình hình biến động của thị trường hoàn toàn khách quan. Các nhà đầu tư, doanh nghiệp, những người kinh doanh chứng khoán phái sinh…dựa vào những phán đoán về diễn biến của thị trường, họ sẽ lựa chọn các phái sinh, quyền chọn thích hợp để thực hiện những mục tiêu cụ thể của mình là kinh doanh hay hạn chế rủi ro.

- Nâng cao hiệu quả thị trường thông qua việc công khai hóa và minh bạch hóa thông tin. Thị trường tài chính Việt Nam mới chỉ tăng tốc phát triển trong một thời gian ngắn, vấn đề truyền thông tài chính cũng đã bắt đầu nhận được sự quan tâm của xã hội. Nhưng nhìn chung, truyền thông tài chính ở Việt Nam chỉ mới phát triển sơ khai, hầu như là mang tính tự phát, thiếu sự quản lý, ràng buộc trách nhiệm từ các cơ quan quản lý nhà nước. Với một TTTC bậc cao như thị trường chứng khoán phái sinh càng đóng một vai trò quan trọng trong các quyết định đầu tư, phòng ngừa rủi ro của doanh nghiệp, nhà đầu tư…Do đó, để phát triển thị trường này, cần chấn chỉnh và thúc đẩy truyền thông tài chính phát triển. Thông tin tài chính cần được công khai, minh bạch hóa. Nhà nước cần tiếp tục ban hành các qui chế, thông tư, hướng dẫn…chi tiết hơn việc công bố thông tin ra thị trường ngoại hối và thị trường chứng khoán cũng như chế tài nghiêm khắc đối với các vi phạm về công bố thông tin.
- Các vấn đề về hạch toán quyền chọn nói riêng và các công cụ phái sinh nói chung hiện nay còn khá mới mẻ ở nước ta. Do đó, nhà nước nên điều chỉnh, hoàn thiện các vấn đề pháp lý về hạch toán, xác định rõ ràng nghiệp vụ giao dịch hợp đồng quyền chọn, phái sinh là một nghiệp vụ kinh doanh tài chính mang tính chất phòng ngừa rủi ro của các doanh nghiệp không thuộc các tổ chức tài chính tín dụng, bảo hiểm, kinh doanh.

3.8 Thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển thích ứng ngày càng hiệu quả đối chính sách cung tiền

- Tăng cường số lượng các nhà đầu tư có tổ chức. Các nhà đầu tư có tổ chức đóng một vai trò quan trọng trên thị trường chứng khoán so với nhà đầu tư cá nhân. Số lượng các nhà đầu tư có tổ chức tuy không nhiều, nhưng với số vốn lớn, khối lượng giao dịch nhiều, trình độ đầu tư cao…họ sẽ góp phần làm ổn định TTCK.
- Tăng cường chất lượng đào tạo, đặc biệt là các cá nhân làm nghề môi giới chứng khoán trong phân tích và đầu tư chứng khoán.

- Mở rộng việc phổ cập kiến thức cho công chúng thông qua các phương tiện thông tin đại chúng, báo đài, các khóa đào tạo miễn phí…để các nhà đầu tư cá nhân thực hiện các quyết định của mình một cách chuyên nghiệp hơn.
- Xây dựng một hệ thống luật pháp hoàn chỉnh. Việc hoàn chỉnh khung pháp lý cho TTCK Việt Nam sẽ giúp cho ngành dần dần đạt được ổn định và hiệu quả trong hoạt động.
- Cần tăng cường các biện pháp, kể cả đưa vào luật định về cấm các hành vi gian lận, mua bán nội gián, làm lũng đoạn thị trường và các vi phạm về công bố thông tin như: công bố thông tin sai, không công bố thông tin kịp thời…nhằm giúp cho TTCK phát triển ổn định.
- Cần chú trọng đến công tác phát triển cơ sở vật chất kỹ thuật phục vụ cho công tác giám sát các hoạt động giao dịch chứng khoán, đặc biệt là việc ứng dụng công nghệ thông tin đối với hệ thống giao dịch.
- Tăng cường phát triển hệ thống thành viên của Sở giao dịch chứng khoán, ưu tiên phát triển chất lượng hơn là số lượng. Tiêu chuẩn làm thành viên của Sở giao dịch phải được nâng lên theo hướng cải thiện dần về chất lượng tiến tới ngang bằng với các nước trong khu vực và quốc tế. Nghiên cứu cho phép các công ty chứng khoán nước ngoài được thành lập công ty con hoặc chi nhánh tại Việt Nam.
- Tiếp tục xem xét cắt giảm chi phí giao dịch, nhất là trong bối cảnh TTCK gặp khó khăn, chậm phục hồi để kích hoạt thị trường.

3.9 Tăng cường sự phối hợp giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa trong việc điều tiết thị trường chứng khoán

- Việc cho vay Ngân sách hàng năm phải được khống chế bởi một hạn mức cụ thể do Quốc hội quy định trên cơ sở ưu tiên các mục tiêu dự kiến của CSTT như chỉ tiêu cung ứng tiền, lạm phát...
- Các khoản cho vay Ngân sách Nhà nước phải là ngắn hạn dưới 1 năm và phải được đảm bằng các chứng khoán Chính phủ và không được cấp bằng tín dụng ngoại tệ cho NSNN.
- Lãi suất cho vay NSNN cao hơn lãi suất đấu thầu trên thị trường mở ở phiên giao dịch gần nhất nhằm làm giảm lạm phát tín dụng của NHNN, đồng thời,

khuyến khích việc sử dụng phương thức tài trợ thiếu hụt phi lạm phát qua phát hành trái phiếu, tín phiếu làm cơ sở phát triển thị trường mở và các công cụ chiết khấu, tái chiết khấu của NHNN.

- Không được dùng tiền NHTN để tái cấp vốn, xóa nợ, khoanh nợ, giãn nợ của NHTM ảnh hưởng tới quá trình dự báo và điều hành CSTT của NHNN.
- Mọi quan hệ tín dụng giữa Ngân hàng với khu vực đầu tư của Chính phủ phải tuân thủ nghiêm ngặt các qui luật trên thị trường tài chính.
- Xây dựng cơ chế cung cấp thông tin giữa NHNN và các Bộ, Ngành khác để có thể dự báo chính xác nhu cầu vốn khả dụng, kiểm soát được lượng tiền cung ứng trong nền kinh tế. NHNN cần có những thông tin chính xác và kịp thời từ phía Bộ Tài chính về tồn quỹ tiền mặt tại Kho bạc Nhà nước để tính toán lượng tiền cơ sở (MB), số lượng huy động vốn và cho vay của các Quỹ ngoài Ngân sách như Quỹ Hỗ trợ Phát triển, Quỹ hỗ trợ xuất khẩu, Quỹ tài trợ Doanh nghiệp vừa và nhỏ... và để kiểm soát được tổng phương tiện thanh toán của toàn bộ nền kinh tế.
- NHNN và Bộ Tài chính cần phối hợp chặt chẽ hơn trong việc xây dựng và thực thi CSTT và CSTK hàng năm trên cơ sở mục tiêu về lạm phát, GDP và dự báo cán cân thanh toán. Bộ Tài chính cần phối hợp với NHNN trong việc lập dự toán NSNN, xác định quy mô thâm hụt, nhu cầu tài trợ từ nguồn vốn vay trong nước và cân nhắc cẩn trọng các khoản vay ngoài nước.
- Hoàn thiện thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc và xác định rõ về thành viên, thời hạn cần đa dạng hơn và lãi suất cần được xác định theo nguyên tắc thị trường để có mức lãi suất chuẩn, làm cơ sở cho định hướng điều hành lãi suất trên thị trường tiền tệ.
- Phối hợp xây dựng CSTT và CSTK phù hợp với hạn mức nợ nước ngoài của Quốc gia: Để đảm bảo an ninh tài chính Quốc gia, Bộ Tài chính cần phối hợp với các Bộ, Ngành xây dựng các chỉ tiêu nợ nước ngoài an toàn, phù hợp với thông lệ quốc tế. Căn cứ vào các chỉ tiêu vay và trả nợ nước ngoài hàng năm, NHNN đánh giá những ảnh hưởng tới Ngân sách, cán cân thanh toán quốc tế và điều chỉnh mức cung tiền thích hợp, để trung hòa ảnh hưởng luồng vốn tới M2, coi trọng giải pháp chuyển tiền gửi của Chính phủ

từ các NHTM sang NHNN, hoặc nhanh chóng thành lập hệ thống thanh toán quốc gia do NHTW quản l ý và vận hành – Trong đó NSNN, các Quỹ Nhà nước ngoài NSNN nhất thiết phải chu chuyển và thanh toán qua hệ thống duy nhất này.

- Cần nâng cao vị thế độc lập của NHNN trong điều hành CSTT: Phối hợp chính sách cũng cần phải giải quyết các tác động của CSTT và CSTK tới nền kinh tế vĩ mô. Đã đến lúc cần phải có một Ủy ban liên ngành để thống nhất chỉ đạo về mối liên hệ giữa CSTT và CSTK. Trong ngắn hạn, phối hợp chính sách được hiểu là để đảm bảo đạt được các điều kiện tài chính một cách có trật tự, bao gồm cả ổn định giá. Trong dài hạn, vấn đề phối hợp chính sách tùy thuộc vào việc làm thế nào để thiết kế được sự kết hợp CSTT và CSTK một cách cân bằng có lợi cho việc duy trì nền kinh tế trong suốt quá trình tăng trưởng cân bằng - kiểm soát lạm phát và tăng cường các điều kiện tài chính cho tăng trưởng bền vững.
- Bộ Tài chính phối hợp chặt chẽ với NHNN trong việc bán ngoại tệ cho NHNN kịp thời để quản lý tập trung, thống nhất nhằm đảm bảo hiệu quả chính sách quản lý ngoại hối và điều hành tỷ giá.
- Thực hiện một CSTK thận trọng. CSTT cần hướng tới lấy kiểm soát lạm phát và ổn định giá trị đồng tiền Việt nam là mục tiêu ưu tiên hàng đầu, CSTK phải phù hợp với CSTT.

KẾT LUẬN

Sự thay đổi cung ứng tiền tệ đã có những ảnh hưởng quan trọng trong ngắn hạn và dài hạn đối với TTCK Việt Nam giai đoạn 2000-2009. Trong ngắn hạn, cung tiền (M2) với độ trễ 3 tháng, 6 tháng tăng lên hoặc giảm xuống đã tác động làm cho TTCK Việt Nam có những biến động tăng/giảm tương ứng, trong đó độ trễ cung tiền 6 tháng có ảnh hưởng lớn hơn. Ngược lại, cung tiền với độ trễ 12 tháng có biến động ngược chiều với TTCK.

Về dài hạn, mối quan hệ giữa cung tiền và TTCK đã được minh chứng thông qua mối quan hệ đồng kết hợp bậc 1 giữa chúng theo hướng cung tiền tăng/giảm dẫn đến TTCK tăng/giảm tương ứng. Sự mất cân đối trong ngắn hạn sẽ được điều chỉnh dần về trạng thái cân bằng dài hạn trong vòng 28 tháng.

Kết quả phân tích còn cho thấy, TTCK Việt Nam giai đoạn 2000-2009 có số lượng nhà đầu tư nhỏ chiếm tỷ trọng cao, tâm lý đầu tư theo đám đông và có phản ứng quá mức đối với diễn biến của thị trường. Ngoài ra, nhà đầu tư ít quan tâm các thông tin chính sách hơn so với các báo cáo hàng quý của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường.

Thế tam nan giữa Ổn định tỷ giá – Chính sách tiền tệ độc lập – Tự do hóa tài khoản vốn cũng đã góp phần giúp lý giải cơ chế tác động của cung tiền đối với TTCK Việt Nam giai đoạn 2000-2009. Theo đó, với một chính sách tỷ giá nới lỏng hơn là rất cần thiết đối với TTCK Việt Nam trong dài hạn.

Thị trường tiền tệ, nhất là thị trường liên ngân hàng đóng một vai trò rất quan trọng trong việc truyền tải các chính sách tiền tệ của NHNN đối với nền kinh tế. Do đó, cần phải cũng cố và phát triển thị trường tiền tệ để các chính sách của NHNN được truyền đi một cách thông suốt và hiệu quả hơn, từ đó góp phần ổn định cho sự phát triển của TTCK Việt Nam giai đoạn tới.

Kiểm soát lạm phát là mục tiêu cần suy nghĩ đầu tiên trước các thay đổi của chính sách tiền tệ. CSTT sẽ trở nên khập khiễng nếu chỉ hành động đơn độc hoặc không phối hợp nhịp nhàng với CSTK.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. TS. Trần Đắc Sinh & nnk (2005), *Thị trường chứng khoán Việt Nam*, NXB Lao động – Xã hội.

2. GS.TS Trần Ngọc Thơ & nnk (2005), *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, NXB Thống kê.

3. PGS.TS Lê Văn Tề & nnk (2000), *Phân tích thị trường tài chính*, NXB Lao động – Xã hội.

4. TS. Phan Thị Bích Nguyệt (2006), *Đầu tư tài chính*, NXB Thống kê.

5. GS.TS Trần Ngọc Thơ & nnk (2005), *Tài chính quốc tế*, NXB Thống kê.

6. TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang (2007), *Đầu tư tài chính*, NXB Thống kê.

7. Đinh Thị Thanh Long (2009), *Tác động tỷ giá đến TTCK Việt Nam*.

8. Nguyễn Phú Đông Hà (2009), *Tình hình kinh tế Việt Nam và TTCK*.

9. TS Nguyễn Thị Ngọc Trang (2007), *Doanh nghiệp Việt Nam quản trị rủi ro tài chính thế nào*.

10. D. N Gujarti (2005), *Basic Econometrics*.

11. N. Gregory Mankiw (2001), *Kinh tế vĩ mô,* NXB Thống kê.

12. Thorbecke (1997), *On stock market return and monetary policy*, Journal of Finance 52 (2), 635-654.

13. Laopodis (2006), *Dynamic linkages among the stock market, inflation, monetary policy and real activity,* The financial Review 41 (4), November.

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Bảng dữ liệu

STT	Month	M2	VN-Index	ER	i_1year	i_real	r_basic	r_cv	r_ck
1	Apr-01	257,86	385,20	14845	10,20%	8,60%	7,20%	5,00%	3,00%
2	May-01	257,86	385,20	14897	10,20%	6,80%	7,20%	5,00%	3,00%
3	Jun-01	257,86	385,20	14950	10,20%	6,90%	7,20%	5,00%	3,00%
4	Jul-01	268,61	357,40	15003	10,20%	6,30%	7,20%	5,00%	3,00%
5	Aug-01	268,61	357,40	15023	10,20%	5,80%	7,20%	5,00%	3,00%
6	Sep-01	268,61	357,40	15043	10,20%	5,70%	7,20%	5,00%	3,00%
7	Oct-01	279,80	258,90	15064	10,20%	5,70%	7,20%	5,00%	3,00%
8	Nov-01	279,80	258,90	15084	10,20%	5,60%	7,20%	5,00%	3,00%
9	Dec-01	279,80	258,90	15139	10,20%	5,90%	7,20%	5,00%	3,00%
10	Jan-02	291,39	199,30	15194	10,20%	5,50%	7,20%	5,00%	3,00%
11	Feb-02	291,39	199,30	15250	10,20%	5,40%	7,20%	5,00%	3,00%
12	Mar-02	291,39	199,30	15274	10,20%	6,20%	7,20%	5,00%	3,00%
13	Apr-02	304,11	204,00	15297	10,20%	6,30%	7,20%	5,00%	3,00%
14	May-02	304,11	204,00	15321	10,20%	5,80%	7,20%	5,00%	3,00%
15	Jun-02	304,11	204,00	15330	10,20%	5,70%	7,20%	5,00%	3,00%
16	Jul-02	319,06	192,10	15338	10,20%	5,70%	7,20%	5,00%	3,00%
17	Aug-02	319,06	192,10	15347	10,20%	5,60%	7,20%	5,00%	3,00%
18	Sep-02	319,06	192,10	15366	10,20%	5,90%	7,20%	5,00%	3,00%
19	Oct-02	329,10	180,10	15384	10,20%	5,50%	7,20%	5,00%	3,00%
20	Nov-02	329,10	180,10	15403	10,50%	5,70%	7,50%	5,00%	3,00%
21	Dec-02	329,10	180,10	15418	10,50%	6,50%	7,50%	5,00%	3,00%
22	Jan-03	345,70	166,80	15433	10,50%	6,70%	7,50%	5,00%	3,00%
23	Feb-03	345,70	166,80	15449	10,50%	6,70%	7,50%	5,00%	3,00%
24	Mar-03	345,70	166,80	15464	10,50%	6,60%	7,50%	5,00%	3,00%
25	Apr-03	368,50	152,00	15479	10,50%	6,70%	7,50%	5,00%	3,00%
26	May-03	368,50	152,00	15494	10,50%	6,90%	7,50%	5,00%	3,00%
27	Jun-03	368,50	152,00	15510	10,50%	7,30%	7,50%	5,00%	3,00%
28	Jul-03	382,20	144,80	15525	10,50%	7,50%	7,50%	5,00%	3,00%
29	Aug-03	382,20	144,80	15540	10,50%	7,70%	7,50%	5,00%	3,00%
30	Sep-03	382,20	144,80	15555	10,50%	8,30%	7,50%	5,50%	3,00%
31	Oct-03	411,20	150,00	15571	10,50%	8,40%	7,50%	5,50%	3,00%
32	Nov-03	411,20	150,00	15586	10,50%	8,10%	7,50%	5,50%	3,00%
33	Dec-03	411,20	150,00	15602	10,50%	7,60%	7,50%	5,50%	3,00%
34	Jan-04	437,40	230,90	15617	10,50%	7,40%	7,50%	5,50%	3,00%
35	Feb-04	437,40	230,90	15632	10,50%	6,60%	7,50%	5,50%	3,00%
36	Mar-04	437,40	230,90	15648	10,50%	5,10%	7,50%	5,50%	3,00%
37	Apr-04	458,90	260,90	15663	10,50%	4,60%	7,50%	5,50%	3,00%
38	May-04	458,90	260,90	15679	10,50%	3,50%	7,50%	5,50%	3,00%
39	Jun-04	458,90	260,90	15694	10,50%	2,40%	7,50%	5,50%	3,00%
40	Jul-04	458,90	234,50	15710	10,50%	1,40%	7,50%	5,50%	3,00%
41	Aug-04	458,90	234,50	15727	10,50%	0,60%	7,50%	5,50%	3,00%
42	Sep-04	458,90	234,50	15714	10,50%	0,40%	7,50%	5,50%	3,00%
43	Oct-04	536,20	231,20	15716	10,50%	0,10%	7,50%	5,50%	3,00%
44	Nov-04	536,20	231,20	15741	10,50%	0,50%	7,50%	5,50%	3,00%
45	Dec-04	536,20	231,20	15744	10,50%	0,80%	7,50%	5,50%	3,00%
46	Jan-05	553,90	237,20	15748	10,50%	0,80%	7,50%	5,50%	3,50%
47	Feb-05	553,90	237,20	15760	11,00%	1,90%	7,80%	5,50%	3,50%

STT	Month	M2	VN-Index	ER	i_1year	i_real	r_basic	r_cv	r_ck
48	Mar-05	553,90	237,20	15787	11,00%	2,70%	7,80%	5,50%	3,50%
49	Apr-05	575,30	245,30	15785	11,00%	2,60%	7,80%	6,00%	4,00%
50	May-05	575,30	245,30	15809	11,00%	3,00%	7,80%	6,00%	4,00%
51	Jun-05	575,30	245,30	15835	11,00%	3,40%	7,80%	6,00%	4,00%
52	Jul-05	633,00	255,30	15834	11,00%	3,60%	7,80%	6,00%	4,00%
53	Aug-05	633,00	255,30	15836	11,00%	3,80%	7,80%	6,00%	4,00%
54	Sep-05	633,00	255,30	15839	11,00%	3,30%	7,80%	6,00%	4,00%
55	Oct-05	690,70	308,50	15866	11,00%	2,80%	7,80%	6,00%	4,00%
56	Nov-05	690,70	308,50	15867	11,00%	2,50%	7,80%	6,00%	4,00%
57	Dec-05	690,70	308,50	15875	11,45%	2,65%	8,25%	6,50%	4,50%
58	Jan-06	739,60	371,90	15875	11,80%	2,90%	8,25%	6,50%	4,50%
59	Feb-06	739,60	371,90	15886	11,80%	3,30%	8,25%	6,50%	4,50%
60	Mar-06	739,60	371,90	15872	11,80%	3,90%	8,25%	6,50%	4,50%
61	Apr-06	782,90	550,70	15941	11,80%	4,40%	8,25%	6,50%	4,50%
62	May-06	782,90	550,70	15929	11,80%	4,30%	8,25%	6,50%	4,50%
63	Jun-06	782,90	550,70	15952	11,80%	4,20%	8,25%	6,50%	4,50%
64	Jul-06	890,00	482,50	15963	11,80%	4,30%	8,25%	6,50%	4,50%
65	Aug-06	890,00	482,50	15972	11,80%	4,30%	8,25%	6,50%	4,50%
66	Sep-06	890,00	482,50	16003	11,80%	4,90%	8,25%	6,50%	4,50%
67	Oct-06	922,70	522,50	16042	11,80%	5,10%	8,25%	6,50%	4,50%
68	Nov-06	922,70	522,50	16061	11,80%	4,90%	8,25%	6,50%	4,50%
69	Dec-06	922,70	522,50	16086	11,80%	5,20%	8,25%	6,50%	4,50%
70	Jan-07	922,70	1111,80	16133	11,80%	5,30%	8,25%	6,50%	4,50%
71	Feb-07	922,70	1111,80	16069	11,80%	5,30%	8,25%	6,50%	4,50%
72	Mar-07	922,70	1111,80	16094	11,80%	5,00%	8,25%	6,50%	4,50%
73	Apr-07	1019,58	1052,20	16121	11,80%	4,60%	8,25%	6,50%	4,50%
74	May-07	1019,58	1052,20	16103	11,80%	4,50%	8,25%	6,50%	4,50%
75	Jun-07	1019,58	1052,20	16123	11,80%	4,00%	8,25%	6,50%	4,50%
76	Jul-07	1116,47	933,70	16140	11,80%	3,40%	8,25%	6,50%	4,50%
77	Aug-07	1116,47	933,70	16160	11,80%	3,20%	8,25%	6,50%	4,50%
78	Sep-07	1116,47	933,70	16164	11,80%	3,50%	8,25%	6,50%	4,50%
79	Oct-07	1232,33	665,10	16165	11,80%	3,50%	8,25%	6,50%	4,50%
80	Nov-07	1232,33	665,10	16141	11,80%	3,50%	8,25%	6,50%	4,50%
81	Dec-07	1232,33	665,10	16114	11,80%	3,50%	8,25%	6,50%	4,50%
82	Jan-08	1348,20	725,50	16102	11,80%	-11,1%	8,75%	6,50%	4,50%
83	Feb-08	1348,20	725,50	16060	11,80%	-11,1%	8,75%	7,50%	6,00%
84	Mar-08	1348,20	725,50	15965	15,60%	-7,37%	8,75%	7,50%	6,00%
85	Apr-08	1373,25	450,50	15961	15,20%	-7,77%	8,75%	7,50%	6,00%
86	May-08	1373,25	450,50	16022	18,00%	-4,97%	12,00%	13,00%	11,00%
87	Jun-08	1373,25	450,50	16452	21,20%	-1,77%	14,00%	15,00%	13,00%
88	Jul-08	1398,30	474,50	16495	22,20%	-0,77%	14,00%	15,00%	13,00%
89	Aug-08	1398,30	474,50	16498	22,20%	-0,77%	14,00%	15,00%	13,00%
90	Sep-08	1398,30	474,50	16515	21,80%	-1,17%	14,00%	15,00%	13,00%
91	Oct-08	1404,60	342,70	16520	19,60%	-3,37%	13,00%	14,00%	12,00%
92	Nov-08	1404,60	342,70	16482	14,10%	-8,87%	12,00%	13,00%	11,00%
93	Dec-08	1404,60	342,70	16598	11,50%	-11,4%	8,50%	11,00%	9,00%
94	Jan-09	1629,06	276,30	16973	10,60%	3,80%	8,50%	9,50%	7,50%
95	Feb-09	1629,06	276,30	16974	10,50%	3,70%	7,00%	8,00%	6,00%
96	Mar-09	1629,06	276,30	16981	10,50%	3,70%	7,00%	8,00%	6,00%

STT	Month	M2	VN-Index	ER	i_1year	i_real	r_basic	r_cv	r_ck
97	Apr-09	1636,01	395,80	16941	10,50%	3,70%	7,00%	8,00%	6,00%
98	May-09	1636,01	395,80	16937	10,50%	3,70%	7,00%	8,00%	6,00%
99	Jun-09	1636,01	395,80	16952	10,50%	3,70%	7,00%	8,00%	6,00%
100	Jul-09	1644,95	500,00	16962	10,50%	3,70%	7,00%	8,00%	6,00%
101	Aug-09	1644,95	500,00	16967	10,50%	3,70%	7,00%	8,00%	6,00%
102	Sep-09	1644,95	500,00	16992	10,50%	3,70%	7,00%	8,00%	6,00%
103	Oct-09	1653,89	553,40	17004	10,50%	3,70%	7,00%	7,00%	5,00%
104	Nov-09	1653,89	553,40	17025	12,00%	5,20%	8,00%	8,00%	6,00%
105	Dec-09	1653,89	553,40	17941	12,00%	5,20%	8,00%	8,00%	6,00%

Phụ lục 2: Kết quả ước lượng

Ước lượng mô hình hồi quy đồng liên kết

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
LNVNI	5,8155	,55466	105
LNM2	6,4871	,61775	105

Correlations

		LNVNI	LNM2
Pearson Correlation	LNVNI	1,000	,679
	LNM2	,679	1,000
Sig. (1-tailed)	LNVNI	.	,000
	LNM2	,000	.
N	LNVNI	105	105
	LNM2	105	105

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,679(a)	,462	,455	,40933	1,860

a Predictors: (Constant), LNM2
b Dependent Variable: LNVNI

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	14,738	1	14,738	87,950	,000(a)
	Residual	17,258	103	,168		
	Total	31,996	104			

a Predictors: (Constant), LNM2
b Dependent Variable: LNVNI

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,872	,423		4,399	,000
	LNM2	,609	,065	,679	9,379	,000

a Dependent Variable: LNVNI

Residuals Statistics(a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	5,2459	6,3784	5,8155	,37644	105
Residual	-,7477	,9909	,0000	,40736	105
Std. Predicted Value	-1,513	1,495	,000	1,000	105
Std. Residual	-1,827	2,421	,000	,995	105

a Dependent Variable: LNVNI

Ước lượng mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM)

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
DLNVNI	-,0013	,13727	92
T0	,0184	,03621	92
T1	,0189	,03624	92
T2	,0189	,03624	92
T3	,0188	,03627	92
T4	,0193	,03628	92
T5	,0193	,03628	92
T6	,0192	,03631	92
T7	,0196	,03632	92
T8	,0196	,03632	92
T9	,0196	,03635	92
T10	,0200	,03635	92
T11	,0200	,03635	92
T12	,0184	,03380	92
u(t-1)	-,1200	,96529	92

Correlations

	DLNVNI	T0	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	u(t-1)
DLNVNI	1,00	,214	,005	,005	,097	,005	,005	,193	,005	,005	,033	,005	,005	-,036	,226
T0	,214	1,00	-,268	-,268	,495	-,273	-,273	,486	-,278	-,278	,574	-,283	-,283	,662	,100
T1	,005	-,268	1,00	-,274	-,273	,496	-,279	-,278	,486	-,285	-,284	,575	-,290	-,287	,100
T2	,005	-,268	-,274	1,00	-,273	-,279	,496	-,278	-,285	,486	-,284	-,290	,575	-,287	,100
T3	,097	,495	-,273	-,273	1,00	-,278	-,278	,497	-,284	-,284	,487	-,289	-,289	,636	,015
T4	,005	-,273	,496	-,279	-,278	1,00	-,285	-,284	,497	-,290	-,289	,487	-,296	-,292	,015
T5	,005	-,273	-,279	,496	-,278	-,285	1,00	-,284	-,290	,497	-,289	-,296	,487	-,292	,015
T6	,193	,486	-,278	-,278	,497	-,284	-,284	1,00	-,289	-,289	,498	-,295	-,295	,543	,041
T7	,005	-,278	,486	-,285	-,284	,497	-,290	-,289	1,00	-,296	-,295	,498	-,301	-,298	,042
T8	,005	-,278	-,285	,486	-,284	-,290	,497	-,289	-,296	1,00	-,295	-,301	,498	-,298	,042
T9	,033	,574	-,284	-,284	,487	-,289	-,289	,498	-,295	-,295	1,00	-,300	-,300	,556	,092
T10	,005	-,283	,575	-,290	-,289	,487	-,296	-,295	,498	-,301	-,300	1,00	-,307	-,304	,092
T11	,005	-,283	-,290	,575	-,289	-,296	,487	-,295	-,301	,498	-,300	-,307	1,00	-,304	,092
T12	-,036	,662	-,287	-,287	,636	-,292	-,292	,543	-,298	-,298	,556	-,304	-,304	1,00	,094
u(t-1)	,226	,100	,100	,100	,015	,015	,015	,041	,042	,042	,092	,092	,092	,094	1,00
DLNVNI	.	,020	,482	,482	,180	,481	,481	,033	,481	,481	,378	,481	,481	,368	,015
T0	,020	.	,005	,005	,000	,004	,004	,000	,004	,004	,000	,003	,003	,000	,172
T1	,482	,005	.	,004	,004	,000	,004	,004	,000	,003	,003	,000	,003	,003	,171
T2	,482	,005	,004	.	,004	,004	,000	,004	,003	,000	,003	,003	,000	,003	,171
T3	,180	,000	,004	,004	.	,004	,004	,000	,003	,003	,000	,003	,003	,000	,445
T4	,481	,004	,000	,004	,004	.	,003	,003	,000	,003	,003	,000	,002	,002	,442
T5	,481	,004	,004	,000	,004	,003	.	,003	,003	,000	,003	,002	,000	,002	,442
T6	,033	,000	,004	,004	,000	,003	,003	.	,003	,003	,000	,002	,002	,000	,348
T7	,481	,004	,000	,003	,003	,000	,003	,003	.	,002	,002	,000	,002	,002	,346
T8	,481	,004	,003	,000	,003	,003	,000	,003	,002	.	,002	,002	,000	,002	,346
T9	,378	,000	,003	,003	,000	,003	,003	,000	,002	,002	.	,002	,002	,000	,193
T10	,481	,003	,000	,003	,003	,000	,002	,002	,000	,002	,002	.	,001	,002	,191
T11	,481	,003	,003	,000	,003	,002	,000	,002	,002	,000	,002	,001	.	,002	,191
T12	,368	,000	,003	,003	,000	,002	,002	,000	,002	,002	,000	,002	,002	.	,185
u(t-1)	,015	,172	,171	,171	,445	,442	,442	,348	,346	,346	,193	,191	,191	,185	.
DLNVNI	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
T0	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
T1	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
T2	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
T3	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
T4	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
T5	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
T6	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
T7	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
T8	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
T9	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
T10	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
T11	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
T12	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
u(t-1)	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	u(t-1), T3, T5, T4, T0, T2, T6, T8, T1, T7, T9, T10, T11, T12(a)	.	Enter

a All requested variables entered.
b Dependent Variable: DLNVNI

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,488(a)	,482	,480	,1022	2,070

a Predictors: (Constant), u(t-1), T3, T5, T4, T0, T2, T6, T8, T1, T7, T9, T10, T11, T12
b Dependent Variable: DLNVNI

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,409	14	,029	3,645	,000(a)
	Residual	1,306	77	,017		
	Total	1,715	91			

a Predictors: (Constant), u(t-1), T3, T5, T4, T0, T2, T6, T8, T1, T7, T9, T10, T11, T12
b Dependent Variable: DLNVNI

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,114	,064		-1,777	,079
	T0	1,727	,557	,456	,600	,224
	T1	,316	,536	,083	,590	,557
	T2	,316	,536	,083	,590	,557
	T3	**,862**	**,542**	**,225**	**2,798**	**,004**
	T4	,524	,529	,139	,992	,324
	T5	,524	,529	,139	,992	,324
	T6	**1,152**	**,537**	**,358**	**2,618**	**,014**
	T7	,535	,543	,142	,986	,327
	T8	,535	,543	,142	,986	,327
	T9	-,113	,562	-,030	-,201	,841
	T10	,482	,569	,128	,847	,400
	T11	,482	,569	,128	,847	,400
	T12	**-1,410**	**,658**	**-,381**	**-2,491**	**,015**
	u(t-1)	**-,036**	**,016**	**-,445**	**-2,532**	**,012**

a Dependent Variable: DLNVNI