



ISSN 1859-3666
E-ISSN 2815-5726

Tạp chí KHOA HỌC THƯƠNG MẠI

TẠP CHÍ CỦA TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI



Năm thứ 24 - số 203
7/2025



khoa học thương mại

TẠP CHÍ CỦA TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI
BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

TỔNG BIÊN TẬP:

ĐINH VĂN SƠN

PHÓ TỔNG BIÊN TẬP:

THƯ KÝ TÒA SOẠN

TRƯỞNG BAN TRỊ SỰ

NGUYỄN THỊ QUỲNH TRANG

☐ Tòa soạn

Phòng 202 nhà T

Trường Đại học Thương mại

Số 79 đường Hồ Tùng Mậu

Mai Dịch, Cầu Giấy, Hà Nội

☐ Điện thoại: 024.37643219 máy lẻ 2102

☐ Fax: 024.37643228

☐ Email: tckhtm@tmu.edu.vn

☐ Website: tckhtm.tmu.edu.vn

☐ GP hoạt động báo chí:

Số 195/GP-BTTTT ngày 05/6/2023

☐ Chế bản tại: Tòa soạn

Tạp chí Khoa học Thương mại

☐ In tại: Cty TNHH In & TM Hải Nam

☐ Nộp lưu chiểu: 7/2025

HỘI ĐỒNG KHOA HỌC BIÊN TẬP

Đinh Văn Sơn - Đại học Thương mại (Chủ tịch)

Phạm Vũ Luận - Đại học Thương mại (Phó Chủ tịch)

Nguyễn Bách Khoa - Đại học Thương mại (Phó chủ tịch)

Phạm Minh Đạt - Đại học Thương mại (Ủy viên thư ký)

Các ủy viên

- **Vũ Thành Tự Anh** - ĐH Fulbright Việt Nam (Hoa Kỳ)

- **Lê Xuân Bá** - Viện QLKT TW

- **Hervé B. Boismery** - Đại học Reunion (Pháp)

- **H. Eric Boutin** - Đại học Toulon Var (Pháp)

- **Nguyễn Thị Doan** - Hội Khuyến học Việt Nam

- **Haasis Hans** - Đại học Bremenr (Đức)

- **Lê Quốc Hội** - Đại học Kinh tế quốc dân

- **Nguyễn Thị Bích Loan** - Đại học Thương mại

- **Nguyễn Hoàng Long** - Đại học Thương mại

- **Nguyễn Mai** - Chuyên gia kinh tế độc lập

- **Dương Thị Bình Minh** - ĐH Kinh tế Tp Hồ Chí Minh

- **Hee Cheon Moon** - Hội Nghiên cứu TM Hàn Quốc

- **Bùi Xuân Nhàn** - Đại học Thương mại

- **Lương Xuân Quỳ** - Hội Khoa học kinh tế Việt Nam

- **Nguyễn Văn Song** - Học viện Nông nghiệp Việt Nam

- **Nguyễn Thanh Tâm** - Đại học California (Hoa Kỳ)

- **Trương Bá Thanh** - ĐH Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

- **Đinh Văn Thành** - Viện Nghiên cứu thương mại

- **Đỗ Minh Thành** - Đại học Thương mại

- **Lê Đình Thắng** - Đại học Québec (Canada)

- **Trần Đình Thiên** - Viện Kinh tế Việt Nam

- **Nguyễn Quang Thuấn** - Viện Hàn lâm KHXH Việt Nam

- **Washio Tomoharu** - ĐH Kwansey Gakuin (Nhật Bản)

- **Lê Như Tuyển** - Grenoble École de Managment (Pháp)

- **Zhang Yujie** - Đại học Tsinghua (Trung Quốc)

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Lê Huỳnh Như và Trịnh Hữu Lực** - Tác động hai chiều giữa bất định chính sách kinh tế và ổn định ngân hàng. *Mã số: 203.1Deco.11* 3

Two-Way Effect Between Economic Policy Uncertainty and Banking STABILITY

- 2. Nguyễn Đặng Hải Yến** - Ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đến chỉ số chứng khoán Việt Nam. *Mã số: 203.1FiBa.11* 13

The Impact of Monetary Policy on the Vietnamese Stock Market Index

- 3. Nguyễn Huỳnh Mai Trâm, Bùi Hoàng Ngọc và Phạm Đình Long**- Tác động phi tuyến của tăng trưởng kinh tế, chuyển đổi số và phát triển tài chính đến sự bền vững môi trường ở Việt Nam. *Mã số: 203.1SMET.11* 27

The Nonlinear Impact of Economic Growth, Digital Transformation, and Financial Development on Environmental Sustainability in Vietnam

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Trần Nguyễn Khánh Hải, Nguyễn Vũ Yến Nhi, Nguyễn Quỳnh Anh, Phạm Văn Anh và Nguyễn Thanh Quỳnh Hương** - Các yếu tố ảnh hưởng đến ý định mua sản phẩm F & B có sử dụng bao bì thân thiện với môi trường. *Mã số: 203.2BMkt.21* 45

Factors Influencing Purchase Intentions for F&B Products Using Environmentally Friendly Packaging

- 5. Nguyễn Thị Thanh Nga, Nguyễn Thị Uyên và Vũ Phương Anh** - Các yếu tố ảnh hưởng đến niềm tin thương hiệu của các ngân hàng thương mại trên địa bàn thành phố Hà Nội: vai trò trung gian của giá trị cảm nhận. *Mã số: 203.2BMkt.21* 56

Factors Affecting Brand Trust of Commercial Banks in Hanoi: the Mediating Role of Perceived Value

- 6. Đỗ Thị Hồng Vân** - Nghiên cứu tác động của hệ giá trị lên hành vi tiêu dùng sản phẩm xanh của người tiêu dùng Việt Nam. *Mã số: 203.2BAdm.21* 72

A Values Approach to Explore Vietnamese Consumers' Green Product Consumption Behavior

- 7. Lê Thị Phương Dung, Nguyễn Tiến Hùng, Ngô Thị Hoàn, Lương Thị Linh, Nguyễn Thu Nga, Võ Nam Thắng và Vũ Thị Tuyết Nhung** - Nghiên cứu về quản lý tài chính trong các hộ gia đình ở khu vực thành thị và nông thôn. *Mã số: 203.2FiBa.21* 86

A Study on Financial Management in Rural and Urban Households

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 8. Trần Thị Bích Hằng** - Tác động của cảm nhận hình ảnh nhà trường, giá trị cá nhân, giá trị xã hội tới sự hài lòng và ý định sau tốt nghiệp của sinh viên Việt Nam: so sánh giữa sinh viên chính quy và sinh viên đào tạo từ xa. *Mã số: 203.3OMIs.31* 101

The Impact of Cognitive Image, Personal Values And Social Values on Satisfaction and Intention to Work in the Field After Graduation of Vietnamese Students: A Comparison Between On-Campus and Platform Students

ẢNH HƯỞNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN CHỈ SỐ CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Đặng Hải Yến

Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh

Email: yenndh@hub.edu.vn

Ngày nhận: 12/01/2025

Ngày nhận lại: 06/03/2025

Ngày duyệt đăng: 11/03/2025

Chính sách tiền tệ luôn đóng một vai trò quan trọng trong việc tác động đến chỉ số chứng khoán và tác động trực tiếp đến hành vi của nhà đầu tư. Vì vậy, nghiên cứu tập trung vào việc phân tích ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đến chỉ số chứng khoán (VNI) Việt Nam trong khoảng thời gian từ 2010 đến 2023, áp dụng mô hình SVAR (tự hồi quy vector cấu trúc) với dữ liệu từ tháng 01/2010 đến tháng 12/2023. Kết quả chỉ ra rằng cung tiền M2, có phản ứng cùng chiều trong khi đó lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 1 tháng có tác động ngược chiều đến chỉ số chứng khoán Việt Nam, trong đó phản ứng của chỉ số chứng khoán đối với sự thay đổi cung tiền M2 mạnh hơn đối với sự thay đổi lãi suất liên ngân hàng. Bên cạnh đó, nghiên cứu ghi nhận ảnh hưởng đáng kể từ các biến kiểm soát trong mô hình như chỉ số giá tiêu dùng, tỷ giá hối đoái và chỉ số sản xuất công nghiệp. Phát hiện này cung cấp bằng chứng thực nghiệm và gợi mở các khuyến nghị chính sách đến các bên liên quan như nhà đầu tư chứng khoán, công ty chứng khoán và các nhà hoạch định chính sách nhằm phát huy hiệu quả thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ khóa: Chính sách tiền tệ, Cung tiền M2, Lãi suất liên ngân hàng, Chỉ số chứng khoán Việt Nam.

JEL Classifications: C33, O23, E40.

DOI: 10.54404/JTS.2025.203V.02

1. Giới thiệu về nghiên cứu

Trong bối cảnh hội nhập quốc tế, chỉ số chứng khoán Việt Nam phải đối mặt với nhiều cơ hội và thách thức như tính thanh khoản không ổn định, tính minh bạch và tác động từ biến số kinh tế toàn cầu. Nghiên cứu các yếu tố tác động đến chỉ số chứng khoán là cần thiết, cung cấp thông tin hữu ích cho các bên liên quan. Thứ nhất, đối với các nhà đầu tư chứng khoán, việc nghiên cứu chủ đề này sẽ giúp các nhà đầu tư ra quyết định chính xác hơn, nắm bắt cơ hội đầu tư tốt cũng như quản

lý rủi ro hiệu quả. Thứ hai, đối với công ty chứng khoán, nó sẽ giúp các công ty nâng cao năng lực cạnh tranh trên thị trường thông qua việc phát triển các sản phẩm dịch vụ đầu tư phù hợp. Cuối cùng, đối với những nhà hoạch định chính sách, việc nghiên cứu ảnh hưởng này sẽ giúp họ đánh giá được hiệu quả của chính sách tiền tệ và ổn định, phát triển chỉ số chứng khoán Việt Nam.

Ngân hàng trung ương (NHTW) thực hiện chính sách tiền tệ (CSTT) bằng cách sử dụng các công cụ như lãi suất, cung tiền M2, tỷ giá

hồi đoái, dự trữ bắt buộc và nghiệp vụ thị trường mở. Khi có thay đổi trong chính sách xảy ra, suy nghĩ của các nhà đầu tư thường thay đổi, dẫn đến việc điều chỉnh chiến lược đầu tư và thay đổi kỳ vọng sinh lời ban đầu, dẫn đến sự biến đổi giá trị cổ phiếu, từ đó gây thêm sự bất ổn cho thị trường tài chính (Bernanke và Kuttner, 2004). Nhiều nghiên cứu, bao gồm Nguyễn Hữu Tuấn (2011), Nguyễn Minh Kiều và Nguyễn Văn Điệp (2013), Bùi Kim Yến và Nguyễn Thái Sơn (2014), Lê Hoàng Phong và Đặng Thị Bạch Vân (2015), Nguyễn Thị Như Quỳnh & Lê Võ Hoài Thương (2024)... kết luận rằng CSTT có ảnh hưởng thực sự và quan trọng đến lợi suất cổ phiếu, khi NHTW thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng bằng việc tăng cung tiền và giảm lãi suất, dẫn đến việc tăng lợi suất cổ phiếu trong quá khứ, nghiên cứu cũng cho thấy CSTT không chỉ có ảnh hưởng trong ngắn hạn mà còn có thể ảnh hưởng đến lợi suất kỳ vọng trong dài hạn,... Tuy nhiên, các nghiên cứu cùng đề tài tại Việt Nam trong giai đoạn 2010 - 2023 vẫn còn nhiều hạn chế và chưa thực sự phổ biến. Do đó, nghiên cứu này được thực hiện với dữ liệu trong giai đoạn từ tháng 01/2010 đến tháng 12/2023 nhằm bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của CSTT đến chỉ số chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu cũng đồng thời đề xuất các hàm ý chính sách nhằm góp phần duy trì sự phát triển lâu dài của chỉ số chứng khoán Việt Nam.

Với mục tiêu trên, bài viết được cấu trúc như sau: phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu; phần 3 giới thiệu mô hình, phương pháp và dữ liệu nghiên cứu; phần 4 phân tích kết quả nghiên cứu; phần 5 kết luận và đề xuất hàm ý chính sách.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Chính sách tiền tệ

Theo Luật Ngân hàng Nhà nước (2010), CSTT là những quyết định liên quan đến tiền tệ ở cấp độ quốc gia do các cơ quan có thẩm

quyền nhà nước quyết định. Với quan điểm của Mishkin (2013), CSTT là quản lý cung tiền để hỗ trợ sự phát triển của kinh tế, kiểm soát lạm phát và duy trì sự ổn định của tỷ giá. Về phía Madura và Schnusenberg (2000) cho rằng chính sách tiền tệ có ảnh hưởng lan tỏa đến thị trường quốc gia qua việc can thiệp vào cung tiền và tỷ lệ lãi suất. Trong bài viết này, CSTT được hiểu là quá trình mà Ngân hàng Nhà nước chi phối và điều chỉnh lưu thông tiền tệ, tín dụng và lãi suất nhằm đảm bảo sự cân đối giữa tổng cung và tổng cầu tiền tệ, ổn định lãi suất, kiểm soát lạm phát và giảm tỷ lệ thất nghiệp. Với cách tiếp cận định nghĩa như trên, trong bài viết này, tác giả sử dụng lãi suất liên ngân hàng và cung tiền M2 để đo lường CSTT.

Các lý thuyết về cơ chế chi phối của cung tiền đến chỉ số chứng khoán được xây dựng từ những quan điểm đa chiều. Với thuyết về lượng tiền tệ, theo Friedman và cộng sự (1964) cho rằng sự đổi thay trong cung tiền có thể khiến cho các nhà đầu tư điều chỉnh danh mục đầu tư của họ, từ đó làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Khi ngân hàng trung ương thực hiện CSTT nới lỏng, nhà đầu tư thường dịch chuyển từ việc giữ tiền mặt sang đầu tư vào thị trường tài chính nhằm tối đa lợi nhuận.

Theo Gordon (1962) với mô hình định giá cổ tức, có hai cách để nhận diện sự ảnh hưởng của CSTT đến chỉ số chứng khoán. Cách thức đầu tiên, khi CSTT nới lỏng làm hạ tỷ lệ lãi suất, lãi suất mục tiêu của nhà đầu tư cũng sẽ giảm, khiến giá trị hiện tại của các cổ tức tăng, làm giá trị của cổ phiếu tăng theo. Cách thức thứ hai, CSTT nới lỏng thúc đẩy doanh nghiệp đẩy mạnh việc sản xuất, tăng lợi nhuận dự tính và cổ tức dự kiến, góp phần thúc đẩy thị giá chứng khoán.

Theo thuyết thị trường tài chính hiệu quả, Bernanke và Kuttner (2004) cũng chỉ ra việc tăng cung tiền ngoài mức dự kiến sẽ là tín hiệu để dự báo tương lai ngân hàng nhà nước sẽ thực hiện việc thay đổi CSTT. Nếu ngân

hàng trung ương thực hiện một đợt tăng trưởng đột ngột trong cung tiền và nhà đầu tư tin rằng ngân hàng trung ương sẽ can thiệp để kiểm soát sự tăng cung tiền vượt quá kỳ vọng bằng cách siết chặt CSTT, do đó lãi suất sẽ tăng lên và giá cổ phiếu sẽ giảm đi.

2.2. Chỉ số giá chứng khoán

Mỗi thị trường chứng khoán sẽ có hệ thống tính toán chỉ số thị giá riêng biệt, có thể áp dụng cho toàn bộ cổ phiếu hoặc từng lĩnh vực, nhóm lĩnh vực cụ thể. Theo Zvi Bodie (2014), các chỉ số của thị trường chứng khoán hiện thời chủ yếu áp dụng phương pháp Paascher. Ở Việt Nam, VN-Index là chỉ số giá chứng khoán của HOSE (Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM), phản ánh sự biến động giá của tất cả cổ phiếu niêm yết trên sàn này.

VN-Index thông qua công thức chỉ số Paascher sẽ như sau:

$$VNI = \frac{\sum_{i=1}^n q_{it} \cdot p_{it}}{\sum_{i=1}^n q_{it} \cdot p_{i0}} \quad (1)$$

Trong đó:

VNI: Chỉ số VN-Index; p_{it} : Giá cổ phiếu i tại thời điểm báo cáo (t); p_{i0} : Giá cổ phiếu i tại thời điểm gốc (0); q_{it} : Khối lượng cổ phiếu i niêm yết tại thời điểm báo cáo (t).

2.3. Lược khảo các nghiên cứu

Bjornland & Leitemo (2009) sử dụng phương pháp sự kiện và mô hình VAR để nghiên cứu các thông báo về CSTT của Cục dự trữ Liên bang đến phản ứng của chỉ số chứng khoán. Kết quả nghiên cứu cho thấy khi FED giảm lãi suất, giá cổ phiếu thường tăng do chi phí vay vốn thấp, sẽ khuyến khích đầu tư. Điểm đặc biệt, nghiên cứu này đã chỉ ra tác động hai chiều giữa CSTT và chỉ số chứng khoán, theo đó cả hai yếu tố đều ảnh hưởng qua lại lẫn nhau.

Pirovano (2012) nghiên cứu tác động của CSTT khu vực đồng Euro lên giá cổ phiếu ở một số quốc gia thành viên. Nghiên cứu sử dụng mô hình SVAR để mô phỏng các phản ứng của chỉ số giá cổ phiếu trước các cú sốc

CSTT. Nghiên cứu tìm thấy giá chứng khoán ở các nước thành viên mới của EU nhạy cảm hơn với những thay đổi trong lãi suất khu vực đồng Euro so với lãi suất nội địa. Ngoài ra, phân tích phân rã phương sai chỉ số giá chứng khoán, nghiên cứu tìm thấy bất ổn của chỉ số giá chứng khoán phần lớn do tỷ giá tạo ra.

Vejjagic & Zarafat (2013) đánh giá ảnh hưởng của các biến số kinh tế vĩ mô đến chỉ số chứng khoán Shari'at tại Malaysia. Sử dụng phương pháp đồng liên kết, nghiên cứu chỉ ra lãi suất có tác động tiêu cực đến chỉ số chứng khoán Shari'at, trong khi cung tiền có tác động tích cực. Điều này được giải thích, khi lãi suất tăng, chi phí vay vốn tăng, hạn chế các doanh nghiệp và nhà đầu tư đầu tư vào chứng khoán, dẫn đến chỉ số chứng khoán sẽ giảm và ngược lại. Tuy nhiên, với biến cung tiền, khi cung tiền tăng, lãi suất trong thị trường có xu hướng giảm, điều này có lợi cho chỉ số chứng khoán.

Mahmudul Alam & Gazi Uddin (2017) đã khám phá mối quan hệ giữa lãi suất và giá cổ phiếu trong 15 quốc gia phát triển và đang phát triển. Nghiên cứu này đã xác định rằng lãi suất có mối quan hệ ngược chiều với giá cổ phiếu. Điều này có nghĩa là khi lãi suất tăng lên, giá cổ phiếu thường giảm xuống.

Tại Việt Nam, một số nghiên cứu gần đây cũng đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy CSTT có ảnh hưởng nhất định đến chỉ số chứng khoán. Chẳng hạn, nghiên cứu của Nguyễn Thị Như Quỳnh & Võ Thị Hương Linh (2019) khi nghiên cứu về tác động của một số yếu tố kinh tế vĩ mô đến chỉ số giá chứng khoán tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy trong ngắn hạn, chỉ số VN-Index chủ yếu chịu tác động bởi chỉ số VNIndex tháng liền trước. Điều này cho thấy khi cung tiền tăng lên, chỉ số giá chứng khoán cũng tăng theo. Để củng cố kết quả trên, Nguyễn Thị Như Quỳnh & Lê Võ Hoài Thương (2024) thực hiện nghiên cứu tại chỉ số chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ

01/2010 đến 12/2021. Sử dụng mô hình tự hồi quy (SVAR), kết quả nghiên cứu cho thấy cung tiền M2 có phản ứng cùng chiều trong khi lãi suất liên ngân hàng có tác động ngược chiều với chỉ số giá chứng khoán. Nghiên cứu nhấn mạnh phản ứng của VNI đối với sự thay đổi của cung tiền mạnh hơn đối với sự thay đổi của lãi suất liên ngân hàng.

Ngoài ra, một số nghiên cứu trước đây cũng đề cập tới tác động này. Ví dụ như các công trình của Nguyễn Hữu Tuấn (2011), Nguyễn Minh Kiều & Nguyễn Văn Điệp (2013), Bùi Kim Yên & Nguyễn Thái Sơn (2014), Lê Hoàng Phong và Đặng Thị Bạch Vân (2015), đã sử dụng phương pháp mô hình đơn phương. Tuy nhiên, cách tiếp cận này gặp phải những thách thức đáng kể, đặc biệt là trong việc xử lý vấn đề nội sinh và bỏ qua các tương tác đồng thời giữa các biến số. Để khắc phục những hạn chế này, một số nghiên cứu khác đã chuyển sang sử dụng hệ phương trình, trong đó các mô hình VAR và cấu trúc đệ quy được áp dụng rộng rãi. Các nghiên cứu của Vo Xuan Vinh & Nguyen Phuc Canh (2014) và Huỳnh Thế Nguyên & Nguyễn Quyết (2013) là những ví dụ điển hình.

Tóm lại, các nghiên cứu trong và ngoài nước đã cung cấp những bằng chứng cho thấy CSTT của các quốc gia và chỉ số chứng khoán tại các quốc gia đó có mối liên kết với nhau. Do đó, dựa trên lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm, để đánh giá ảnh hưởng của CSTT đến chỉ số chứng khoán, nghiên cứu đưa ra giả thuyết sau:

H₁: CSTT được đo lường bởi cung tiền M2 có tác động tích cực đến chỉ số chứng khoán Việt Nam.

H₂: CSTT được đo lường bởi lãi suất liên ngân hàng có tác động tiêu cực đến chỉ số chứng khoán Việt Nam.

Để kiểm định các giả thuyết trên, nghiên cứu sử dụng cấu trúc mô hình SVAR với dữ liệu gốc, đây là phương pháp mới và hiệu quả được áp dụng ở nhiều quốc gia hiện nay trong

việc phân tích chính sách vĩ mô. Mô hình này có ưu điểm lớn là xét đến tác động đồng thời giữa biến chỉ số chứng khoán và các biến số kinh tế vĩ mô có liên quan được ràng buộc theo các lý thuyết kinh tế. Dựa vào đó, ta có thể đánh giá chỉ số chứng khoán thay đổi như thế nào trước cú sốc bất ngờ của các công cụ CSTT và đối với các cú sốc từ bên ngoài. Đồng thời, kết quả cũng cho thấy phản ứng của biến công cụ CSTT trước cú sốc tăng của chỉ số chứng khoán.

3. Phương pháp, mô hình và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Phương pháp và mô hình nghiên cứu

Các nghiên cứu gần đây như: Bennaceur và cộng sự (2007), Bouakez và cộng sự (2013), Li và cộng sự (2010),... đã áp dụng mô hình SVAR với mục đích xem xét cả ảnh hưởng đồng thời và trễ giữa các biến số của CSTT và giá trị cổ phiếu, bị chi phối bởi các lý thuyết kinh tế. Do đó, trong nghiên cứu này, mô hình SVAR cũng được sử dụng để định lượng sự thay đổi của chỉ số chứng khoán khi chịu tác động từ các cú sốc CSTT.

Theo Lütkepohl (2005) dựa trên mô hình SVAR của Sims (1980) đã cho ra dạng tổng quát về mô hình tự hồi quy vector cấu trúc có biến ngoại sinh như sau:

$$AY_t = \Phi_0 + \sum_{i=1}^p \Phi_i Y_{t-i} + \Psi X_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Trong đó:

A: là ma trận (n×n), biểu thị hệ số đại diện cho mối quan hệ tức thời giữa các biến nội sinh; Y_t: là vector kích thước n×1 của các biến nội sinh; Φ₀: là vector kích thước n×1 chứa các hệ số chặn; Φ_i (với i=1...p): là ma trận kích thước n×n chứa hệ số của các biến nội sinh trễ; Y_{t-1}: là ma trận kích thước n×n của các biến nội sinh có độ trễ; p: là độ trễ của mô hình; X_t: là vector chứa các biến ngoại sinh; Ψ: là vector chứa các hệ số của các biến ngoại sinh; ε_t: là vector kích thước n×1 biểu thị các nhiễu trắng.

Phương trình hồi quy biểu diễn sự chi phối của các biến số kinh tế đến biến động giá cổ phiếu trên chỉ số chứng khoán được xác định như sau:

$$\text{VNI}_t = \Phi_{80} + \Phi_{81} \cdot \text{FFR}_t + \Phi_{82} \cdot \text{OIL}_t + \Phi_{83} \cdot \text{EX}_t + \Phi_{84} \cdot \text{IPI}_t + \Phi_{85} \cdot \text{CPI}_t + \Phi_{86} \cdot \text{M2}_t + \Phi_{87} \cdot \text{IR}_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

Trong đó:

Φ_{80} : là hệ số chặn; Φ_{81} : là hệ số của biến lãi suất Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FFR); Φ_{82} : là hệ số của biến giá dầu thế giới (OIL); Φ_{83} : là hệ số của biến tỷ giá hối đoái (EX); Φ_{84} : là hệ số của chỉ số sản xuất công nghiệp (IPI); Φ_{85} : là hệ số của biến lạm phát (CPI); Φ_{86} : là hệ số của biến cung tiền (M2); Φ_{87} : là hệ số của biến lãi suất liên ngân hàng (IR).

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu được thực hiện trong khoảng thời gian từ tháng 01/2010 đến tháng 12/2023, sử dụng tần suất dữ liệu hàng tháng. Cụ thể, chỉ số VN-Index, đại diện cho chỉ số chứng khoán Việt Nam, được tính từ giá đóng cửa của chỉ số VNI vào cuối mỗi ngày trong tháng (HOSE). Các biến kinh tế vĩ mô như cung tiền (M2), tỷ giá hối đoái (EX), chỉ số giá tiêu dùng (CPI), chỉ số sản xuất công nghiệp (IPI), lãi suất liên ngân hàng (IR), cùng với các biến ngoại sinh bao gồm giá dầu thế giới (OIL) và lãi suất vốn liên bang của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FFR) được thu thập từ các nguồn dữ liệu chính thức như IMF, NHTW và Tổng cục Thống kê.

Bảng 1: Tổng hợp các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến số	Ký hiệu	Đặc điểm/Đo lường	Đơn vị	Nguồn
Chỉ số chứng khoán	VNI	Trung bình của VN-Index đóng cửa mỗi ngày trong tháng	Điểm	HOSE
Chỉ số sản xuất công nghiệp	IPI	Chỉ số biến động sản lượng công nghiệp Việt Nam hằng tháng	%	Tổng cục thống kê
Lãi suất liên ngân hàng	IR	Tính theo lãi suất cho vay giữa các ngân hàng trung bình hàng ngày trong tháng	%	NHTW
Cung tiền	M2	Tốc độ biến động tổng cung tiền M2	%	IFS
Tỷ giá hối đoái	EX	Trung bình của tỷ giá VND/USD các ngày trong tháng	VND/USD	
Lạm phát	CPI	% thay đổi chỉ số giá tiêu dùng	%	
Lãi suất của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed)	FFR	Lãi suất cho vay qua đêm giữa các ngân hàng của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ	%	IFS
Giá dầu thế giới	OIL	Giá dầu trung bình WTI hàng ngày trong tháng	USD/thùng	

(Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp)

3.3. Đánh giá các kết quả từ nghiên cứu

Bảng 2: Số liệu mô tả các tham số trong mô hình

Chỉ tiêu	FFR	OIL	EX	IPI	CPI	M2	IR	VNI
Trung bình	0,949	71,31	22,109	7,448	5,175	15,905	5,72	780,98
Trung vị	0,168	73,21	22,636	7,556	3,493	15,131	4,67	682,64
Tối đa	5,330	116,2	24,822	27,935	23,015	29,911	13,5	1.499,54
Tối thiểu	0,048	8,62	18,458	-14,90	-0,978	2,715	1,24	356,82
Độ lệch chuẩn	1,404	23,1	1,334	5,921	4,80	5,872	3,49	307,74
Độ nghiêng	1,893	-0,25	-0,637	-0,299	2,048	0,282	1,09	0,537
Độ nhọn	5,741	2,35	2,774	5,905	7,051	2,906	3,17	2,154
Số quan sát	168	168	168	168	168	168	168	168

(Nguồn: Kết quả tính toán của nhóm nghiên cứu)

Do số liệu được thu thập theo tần suất tháng và chịu tác động từ yếu tố mùa vụ, các biến IPI, CPI và M2 đã được xử lý loại bỏ mùa vụ bằng biến giả.

Chỉ số VNI biến động mạnh với giá trị trung bình 780,98, tối thiểu 356,82 và tối đa 1.499,54, phản ánh sự thay đổi lớn trong khoảng thời gian nghiên cứu qua các sự kiện như khủng hoảng tài chính 2008-2009 và đại dịch Covid-19. Lãi suất liên bang Mỹ (FFR) dao động từ 0,048% đến 5,33%, cho thấy CSTT linh hoạt của Fed trong bối cảnh khủng hoảng và lạm phát. Giá dầu (OIL) biến động mạnh, trung bình 71,31 USD/thùng, với biên độ từ 8,62 đến 116,2 USD/thùng, chịu ảnh hưởng từ Covid-19 và xung đột Nga-Ukraina. Tỷ giá hối đoái (EX) ổn định ở mức trung bình 22.109 nhưng phản ánh xu hướng mất giá của đồng Việt Nam. Chỉ số IPI có giá trị trung bình 7,448, nhưng giá trị tối thiểu -14,90 lại phản ánh các giai đoạn suy thoái do lạm phát và đại dịch. CPI trung bình 5,175 nhưng dao động lớn từ -0,978 đến 23,015, chịu ảnh hưởng từ giá năng lượng và thực phẩm. Còn cung tiền M2 biến động mạnh với giá trị trung bình 15,905, phản ánh các giai đoạn thay đổi trong lưu thông tiền tệ đáng kể. Lãi suất liên ngân hàng trung bình 5,72%, dao động từ 1,23% đến 14,35%, biểu thị sự biến động trong thanh khoản của thị trường tiền tệ.

Qua đó, bảng 2 cho thấy các chuỗi dữ liệu kinh tế thường có tính xu hướng rõ rệt. Vì vậy, để loại bỏ tính xu hướng và đảm bảo thỏa mãn các giả định của mô hình SVAR, nhóm tác giả quyết định lấy logarit tự nhiên của các chuỗi dữ liệu để sử dụng trong nghiên cứu.

Theo số liệu từ bảng 3, chuỗi IPI và OIL đều có tính dừng ở bậc gốc, trong khi đó các chuỗi như VNI, IR, M2, CPI, EX, và FFR là không dừng. Việc áp dụng dữ liệu không dừng để ước lượng mô hình có thể gây ra các vấn đề như phân phối chuẩn của phần dư không thỏa mãn hoặc hiện tượng tương quan chuỗi bị sai lệch. Vì vậy, các dữ liệu kinh tế không dừng sẽ được áp dụng phép sai phân bậc 1 để chuyển đổi thành chuỗi dừng, đảm bảo tính chính xác và đáng tin cậy của các ước lượng.

Bảng 4 trình bày các tiêu chí FPE, AIC và LR đều xác định độ trễ tối ưu cho mô hình là 3. Việc xác định sử dụng độ trễ thường ưu tiên dựa vào tiêu chí AIC và FPE (Lütkepohl, 2005), do đó độ trễ tối ưu ở mức 3 sẽ là độ trễ được lựa chọn cho mô hình.

Kiểm định tương quan chuỗi phần dư bảng 5 chỉ ra không xuất hiện tự tương quan trong mô hình. Do đó, mô hình SVAR được đánh giá là phù hợp và có độ tin cậy cao. Sau khi thực hiện thống kê mô tả, kiểm tra tính dừng, thực hiện sai phân, xác định độ trễ tối ưu và

Bảng 3: Kết quả kiểm định tính dừng

Biến số	Chuỗi gốc		Chuỗi sai phân bậc I		Kết quả
	Kiểm định theo ADF	Kiểm định theo PP	Kiểm định theo ADF	Kiểm định theo PP	
VNI	-0,9734	-0,8212	-9,9375*	-9,7375*	I(1)
IR	-2,0123	-1,9054	-9,1497*	-9,1855*	I(1)
M2	-2,0705	-2,2912	-7,4574*	-13,5803*	I(1)
CPI	-2,5598	-2,4834	-12,8324*	-13,0980*	I(1)
IPI	-9,6590*	-10,3268*			I(0)
EX	-2,1410	-2,8027***	-11,006*	-9,6257*	I(1)
OIL	-3,0255**	-2,6428***			I(0)
FFR	-1,3491	-1,1375	-8,7059*	-8,6041*	I(1)

(Ghi chú: *, **, *** theo trình tự với mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%)
(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm nghiên cứu)

Bảng 4: Xác định độ trễ tối ưu phù hợp cho mô hình

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-446,5028	NA	4,05E-08	5,681285	5,83504	5,743721
1	937,9240	2613,106	2,75E-15	-10,82405	-9,4402*	-10,2621*
2	1036,410	176,0432	1,80E-15	-11,25512	-8,64122	-10,19371
3	1102,617	111,7248*	1,77E-15*	-11,2827*	-7,43874	-9,721811
4	1150,675	76,29216	2,23E-15	-11,08344	-6,00940	-9,023048
5	1198,410	71,00521	2,86E-15	-10,88012	-4,57601	-8,320242
6	1246,569	66,82053	3,73E-15	-10,68211	-3,14793	-7,622740
7	1298,928	67,41294	4,76E-15	-10,53660	-1,77235	-6,977746
8	1347,775	58,00508	6,60E-15	-10,34718	-0,35286	-6,288837

(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm nghiên cứu)

Bảng 5: Kiểm định tương quan chuỗi của mô hình

Lag	LRE* stat	Df	Prob.
1	71,05463	64	0,2556
2	77,60601	64	0,1189
3	81,86163	64	0,0661
4	63,74412	64	0,4868

(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm nghiên cứu)

các kiểm định cần thiết, nhóm tác giả tiến hành ước lượng mô hình.

Với mục đích của nghiên cứu là làm rõ câu hỏi về ảnh hưởng của CSTT đến chỉ số chứng khoán, nhóm tác giả thực hiện phân tích phản ứng dựa trên kết quả phân tích từ mô hình

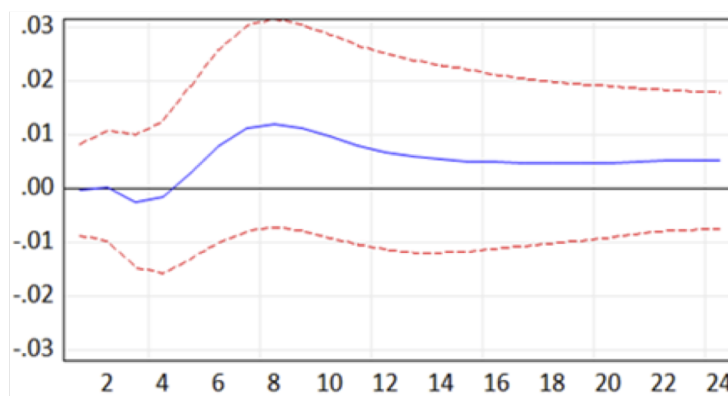
SVAR bảng 6 nhằm xem xét sự thay đổi của VN-Index trước các cú sốc từ cung tiền M2, lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn một tháng (IR), chỉ số sản lượng công nghiệp (IPI), chỉ số giá tiêu dùng (CPI) và tỷ giá hối đoái (EX).

Bảng 6: Ước lượng mô hình SVAR

Matrix A								
	FFR	OIL	EX	IPI	CPI	M2	IR	VNI
FFR	1	0	0	0	0	0	0	0
OIL	0	1	0	0	0	0	0	0
EX	0	0,0001	1	0	0	0	0	0
IPI	-0,539	-0,518	0	1	0	0	0	0
CPI	0	-0,180	0	0,007	1	0	0	0
M2	0,008	0	6,501	-0,024	0,004	1	-1,814	0
IR	-0,103	0	0	0	-0,024	1,029	1	0
VNI	0,017	-0,080	2,602	-0,005	0,018	0,053	0,049	1

Matrix B								
	FFR	OIL	EX	IPI	CPI	M2	IR	VNI
FFR	0,228	0	0	0	0	0	0	0
OIL	0	0,123	0	0	0	0	0	0
EX	0	0	0,006	0	0	0	0	0
IPI	0	0	0	1,044	0	0	0	0
CPI	0	0	0	0	0,323	0	0	0
M2	0	0	0	0	0	0,229	0	0
IR	0	0	0	0	0	0	0,136	0
VNI	0	0	0	0	0	0	0	0,039

(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm nghiên cứu)



(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm nghiên cứu)

Hình 1: Ảnh hưởng của cú sốc cung tiền M2 đến giá cổ phiếu

Số liệu cho thấy VN-Index có phản ứng tích cực đối với sự gia tăng của cung tiền trong trung hạn. Trong ngắn hạn, biểu đồ cho thấy được tác động ban đầu của cú sốc cung tiền là khá yếu, với phản ứng của VNI dao

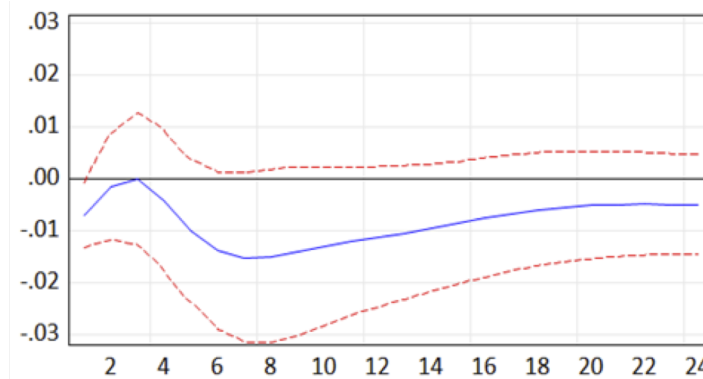
động quanh mức 0 trong khoảng 4 tháng đầu. Trong trung hạn (từ tháng thứ 4 đến tháng thứ 8) khi mà cung tiền tăng lên, chỉ số chứng khoán Việt Nam có xu hướng phản ứng tích cực. Tuy nhiên, trong khoảng thời điểm sau

(sau tháng thứ 10), chỉ số chứng khoán thường điều chỉnh và quay lại trạng thái cân bằng cũ.

Sau một thời gian, khi ảnh hưởng của CSTT bắt đầu được thể hiện trong thực tế, doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp không đạt mục tiêu như ban đầu, khiến cho giá của cổ phiếu được điều chỉnh và trở lại với mức cân bằng. Kết quả này tương ứng với kết quả của Nguyễn Thị Như Quỳnh & Võ Thị Hương Linh (2019).

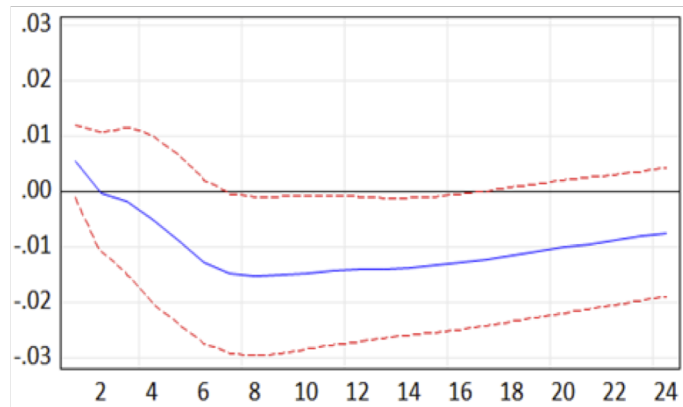
mà lãi suất liên ngân hàng tăng, lãi suất trên thị trường, đặc biệt là lãi suất cho vay của các ngân hàng thương mại tăng lên đã tạo ra gánh nặng chi phí vốn cho các doanh nghiệp, dẫn đến việc chỉ số chứng khoán Việt Nam chịu tác động tiêu cực do chi phí vốn tăng, dẫn đến dòng vốn có xu hướng dịch chuyển sang các tài sản an toàn hơn như trái phiếu hoặc gửi tiết kiệm.

Điều này cho thấy trong mô hình hiện tại, sự biến đổi trong chính sách lãi suất sẽ tác



(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm nghiên cứu)

Hình 2: Ảnh hưởng của cú sốc lãi suất liên ngân hàng đến giá cổ phiếu



(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm nghiên cứu)

Hình 3: Ảnh hưởng của cú sốc sản lượng công nghiệp IPI đến giá cổ phiếu

Phản ứng của chỉ số VNI trước cú sốc lãi suất liên ngân hàng (IR) trong biểu đồ có xu hướng tác động tích cực không rõ ràng trong giai đoạn ban đầu, nhưng sau đó dần giảm mạnh về sau và đạt mức cân bằng mới. Khi

động ngay lập tức và mạnh mẽ đến chỉ số giá chứng khoán, những tác động này thường chỉ diễn ra trong thời gian ngắn và không kéo dài. Kết quả tương đồng với nghiên cứu của Phan Thị Bích Nguyệt & Phạm Dương Phương

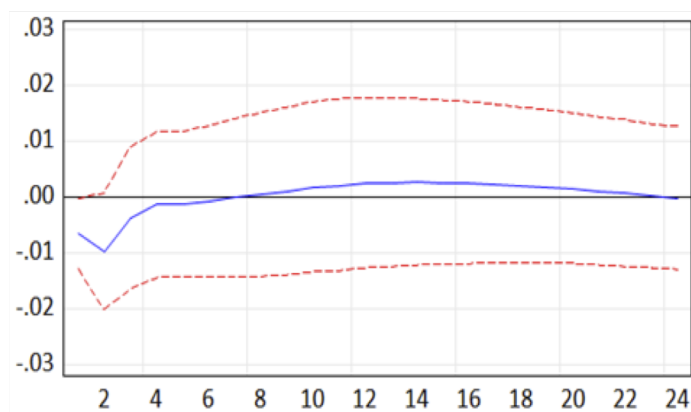
Thảo (2013) cũng như Nguyễn Thị Liên & ctg (2021).

Từ giai đoạn của tháng thứ 6 kéo dài đến tháng thứ 16 cho thấy sự giảm sút trong tốc độ tăng trưởng của sản lượng dẫn đến việc VNI có xu hướng giảm theo. Theo thuyết số lượng tiền tệ và mô hình định giá cổ tức, việc tăng trưởng sản lượng kinh tế chỉ ra sự phát triển trong hoạt động sản xuất và kinh doanh của các doanh nghiệp diễn ra tích cực hơn. Điều này không chỉ giúp tăng cường nguồn lợi của doanh nghiệp mà còn chi phối làm tăng dòng tiền kỳ vọng của cổ đông, dẫn đến việc giá cổ phiếu cũng được nâng lên do nhà đầu tư đánh giá cao tiềm năng sinh lời trong

tương lai và ngược lại trong trường hợp sản lượng giảm đi.

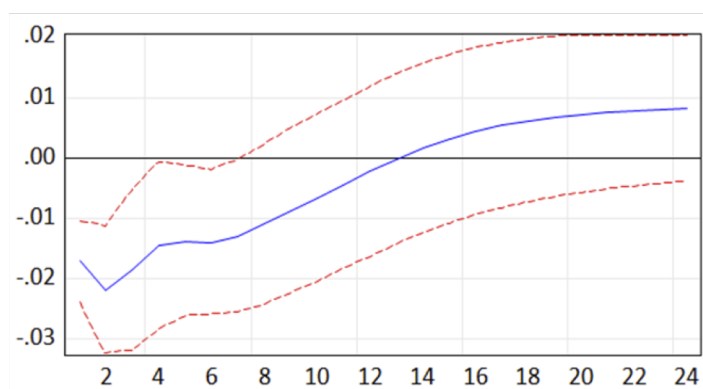
Mặc dù có sự tăng trưởng về sản lượng từ tháng thứ 2 đến tháng thứ 5 và khoảng thời gian sau 16 tháng, nhưng chỉ số VNI vẫn duy trì xu hướng giảm. Điều này có thể giải thích bởi các nhà đầu tư cần có thời gian để đánh giá sự ổn định và tính bền vững của thị trường, thay vì phản ứng ngay lập tức với những biến động ngắn hạn.

Ở hình 4, chỉ số VNI biểu hiện mạnh mẽ trước lạm phát khi phản ứng giảm ngay từ tháng đầu tiên lý do là vì chỉ số giá tiêu dùng có xu hướng tăng lên. Sau khi cú sốc xảy ra, VNI đạt mức thấp và dần hồi phục sau một



(Nguồn: Kết quả tính toán của nhóm nghiên cứu)

Hình 4: Ảnh hưởng của cú sốc giá tiêu dùng CPI đến giá cổ phiếu



(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm nghiên cứu)

Hình 5: Ảnh hưởng của cú sốc tỷ giá hối đoái EX đến giá cổ phiếu

thời gian biến động. Điều này phản ánh tâm lý nhà đầu tư khi mà sự gia tăng giá hàng hóa làm tăng chi phí cho các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp niêm yết, ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất và lợi nhuận trong ngắn hạn. Kết quả tương đồng với các nghiên cứu trước đây ở Việt Nam như của Dương Ngọc Mai Phương &ctg (2015), Thân Thị Thu Thủy & Võ Thị Thủy Dương (2015).

Trong khoảng thời gian ngắn hạn, VN-Index thường giảm mạnh do thị trường nhạy cảm với biến động của tỷ giá hối đoái, đặc biệt khi đồng nội tệ mất giá làm tăng chi phí nhập khẩu và gây áp lực lạm phát, khiến tâm lý nhà đầu tư bị ảnh hưởng tiêu cực. Tuy nhiên, trong trung hạn, VN-Index có xu hướng phục hồi dần nhờ các chính sách điều tiết của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và sự thích nghi của doanh nghiệp. Đến khoảng thời gian sau, chỉ số chứng khoán có thể tăng trưởng tích cực nếu nền kinh tế khai thác được lợi thế từ xuất khẩu và giữ vững ổn định vĩ mô. Một số sự kiện lớn trong quá khứ đã cho thấy điều đó, như cú sốc tỷ giá giai đoạn 2008 - 2009 hay vào năm 2022 chỉ ra rằng diễn biến chứng khoán Việt Nam cũng đi theo xu hướng này.

Từ các phân tích trên, sự chuyển biến trong việc điều hành CSTT của NHTW qua việc cung tiền có tác động cùng hướng và lãi suất liên ngân hàng ảnh hưởng ngược hướng đến trị giá chứng khoán, thường sẽ xuất hiện phản ứng rõ rệt với độ trễ từ 3 tháng cho đến 6 tháng. Bên cạnh đó, VN-Index cho thấy độ nhạy cảm cao trước các biến động của những chỉ số CPI, IPI và EX. Những phân tích trên cung cấp cơ sở quan trọng để có thể đề xuất các chính sách cho NHTW trong việc thay đổi hiệu quả CSTT.

4. Kết luận và hàm ý chính sách

Kết luận

Nghiên cứu được tiến hành nhằm đánh giá ảnh hưởng của CSTT đối với chỉ số chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ tháng

01/2010 đến tháng 12/2023. Áp dụng mô hình SVAR để phân tích, kết quả nghiên cứu đã chỉ ra CSTT có ảnh hưởng đáng kể đến chỉ số VNI nhưng chiều hướng tác động khác nhau với các phép đo lường CSTT khác nhau. Trong đó, CSTT được đo lường thông qua biến cung tiền M2, có tác động tích cực đến chỉ số chứng khoán, trong khi đó với phép đo bằng lãi suất liên ngân hàng thì lại có tác động ngược lại. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn cung cấp bằng chứng cho thấy một sự gia tăng về lạm phát và tỷ giá hối đoái sẽ có tác động tiêu cực đến chỉ số chứng khoán VN. Từ kết quả trên, nghiên cứu đưa ra một số hàm ý chính sách đến các bên liên quan, bao gồm: nhà đầu tư, công ty chứng khoán và các nhà hoạch định chính sách nhằm đảm bảo hiệu quả việc thực thi CSTT trên mọi khía cạnh. Đối với các nhà đầu tư chứng khoán, trong giai đoạn NHTW điều chỉnh tăng lãi suất, các nhà đầu tư cần đánh giá lại danh mục đầu tư theo hướng giảm tỷ trọng các cổ phiếu có rủi ro cao (hay các cổ phiếu của các công ty đang vay nợ nhiều), tìm kiếm các cổ phiếu của các doanh nghiệp có nền tảng tài chính vững chắc, lợi nhuận ổn định và khả năng chống chịu tốt trong môi trường lãi suất cao. Hơn nữa, kết quả nghiên cứu chỉ ra ảnh hưởng của lãi suất chỉ tác động đến VNI trong ngắn hạn, do đó các nhà đầu tư cần giữ tâm lý bình tĩnh, tập trung vào chiến lược dài hạn. Ngược lại, khi NHTW tăng cung tiền, điều này dẫn đến lãi suất trong thị trường có xu hướng hạ, chỉ số VNI thường tăng đi kèm. Do đó, trong giai đoạn này các nhà đầu tư có thể cân nhắc việc gia tăng giải ngân, tập trung vào các cổ phiếu được hưởng lợi. Tuy nhiên các nhà đầu tư cũng cần nhắc chiến lược đa dạng hóa danh mục đầu tư để phòng ngừa rủi ro. Tương tự đối với các công ty chứng khoán, trong giai đoạn NHTW tăng lãi suất, các công ty cần giám sát chặt chẽ danh mục đầu tư tự doanh, có chiến lược quản trị rủi ro tín dụng và rủi ro thanh khoản. Về phía khách hàng, các công ty

chứng khoán cần cung cấp cho khách hàng những thông tin và phân tích chuyên sâu về tác động của việc tăng lãi suất đến chỉ số chứng khoán. Ngược lại, trong giai đoạn NHTW mở rộng cung tiền, các công ty cần đẩy mạnh hoạt động chẳng hạn tăng cường hoạt động môi giới, mở rộng hoạt động cho vay margin, tăng cường hoạt động tư vấn đầu tư... nhưng các công ty cũng cần theo dõi sát sao diễn biến lạm phát để có những giải pháp kịp thời nhằm hạn chế những rủi ro có thể xảy ra. Đối với các nhà hoạch định chính sách, việc NHTW tăng lãi suất sẽ tác động tức thời đến chỉ số chứng khoán, do đó, phía NHTW cũng cần theo dõi và đánh giá tình hình thị trường, thu thập, phân tích dữ liệu để đánh giá mức độ ảnh hưởng của việc tăng lãi suất đến thị trường và xác định các rủi ro tiềm ẩn đối với chỉ số chứng khoán, chẳng hạn như rủi ro bong bóng tài sản, rủi ro thanh khoản và rủi ro lây lan sang các lĩnh vực khác của nền kinh tế. Bên cạnh đó, NHTW cũng cần có giải pháp hỗ trợ thị trường như NHTW có thể cung cấp thanh khoản thông qua các công cụ như nghiệp vụ thị trường mở. Ngoài ra, nghiên cứu cho thấy lạm phát ảnh hưởng cùng chiều với chỉ số giá chứng khoán trong trung hạn, nhưng ngược chiều với VN-Index trong ngắn hạn. Chính phủ nên giám sát chặt chẽ giá cả hàng hóa, dịch vụ, quy định rõ ràng về kê khai giá và ngăn tăng giá đột biến. Đồng thời, cần hoàn thiện pháp luật về kiểm soát giá, xây dựng lộ trình điều chỉnh giá hợp lý để cân bằng giữa kiềm chế lạm phát và ổn định kinh tế. Hơn nữa, cú sốc sản lượng công nghiệp ảnh hưởng trực tiếp đến VN-Index, với xu hướng cùng chiều trong trung và dài hạn, nhưng ngắn hạn VNI giảm do nhà đầu tư cần nhiều thời gian hơn để đánh giá thị trường. Chính phủ cần duy trì tăng trưởng sản lượng ổn định bằng cách giảm chi phí sản xuất, thúc đẩy đổi mới công nghệ, phát triển các ngành công nghiệp mũi nhọn và năng lượng tái tạo. Đồng thời, cần đẩy mạnh xuất

khẩu qua việc mở rộng thị trường và ký kết các hiệp định thương mại tự do (FTA). Cuối cùng, theo phản ứng đẩy VNI thường giảm mạnh ngắn hạn do nhạy cảm với biến động tỷ giá hối đoái. Do đó, NHNN cần xây dựng kế hoạch quản lý tỷ giá linh hoạt, duy trì dự trữ ngoại hối đủ lớn để ổn định thị trường khi có thay đổi tỷ giá. Đồng thời, cần củng cố niềm tin nhà đầu tư thông qua ổn định kinh tế vĩ mô và các chính sách ưu đãi, đẩy mạnh đa dạng hóa nguồn cung ngoại tệ để hỗ trợ tăng trưởng bền vững.

Bên cạnh những kết quả đạt được, nghiên cứu còn một số hạn chế, bao gồm chưa phân tích đầy đủ các kênh truyền dẫn của CSTT, đặc biệt là tác động từ biến động giá tài sản và kỳ vọng. Phạm vi nghiên cứu chủ yếu tập trung đến chỉ số chứng khoán thông qua chỉ số VN-Index, chưa xem xét chi tiết các yếu tố khác như thanh khoản hoặc tác động đến giá cổ phiếu riêng lẻ. Trong tương lai, các nghiên cứu có thể mở rộng bằng cách phân tích chi tiết hơn về các yếu tố khác ảnh hưởng đến chỉ số chứng khoán hoặc tập trung vào các kênh truyền dẫn CSTT còn thiếu. ♦

Tài liệu tham khảo:

- Bennaceur, S., Boughrara, A., & Ghazouani, S. (2007). *On the linkage between monetary policy and mena stock markets?*
- Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. (2004). What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy? NBER Working Paper, 10402.
- Bjørnland, H. C., & Leitemo, K. (2009). Identifying the interdependence between US monetary policy and the stock market. *Journal of Monetary Economics*, 56(2), 275-282. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2008.12.001>.
- Bouakez, H., Essid, B., & Normandin, M. (2013). Stock returns and monetary policy:

Are there any ties? *Journal of Macroeconomics*, 36, 33-50.

Bùi Kim Yên và Nguyễn Thái Sơn. (2014). Sự phát triển của thị trường chứng khoán VN dưới ảnh hưởng của các nhân tố kinh tế vĩ mô. *Phát triển và Hội nhập*, Số 16 (26), 3-10.

Dương Ngọc Mai Phương, Vũ Thị Phương Anh, Đỗ Thị Trúc Đào, & Nguyễn Hữu Tuấn. (2015). Tác động của CSTT đến thị trường chứng khoán: Bằng chứng tại Việt Nam. *Phát Triển và Hội Nhập*, Số 25(35) (Tháng 11-12/2015), 3-13.

Fisher I. (1911). *The Purchasing Power of Money* (2nd ed.). Macmillan Co., New York.

Gordon, M. J. (1962). The Savings Investment and Valuation of a Corporation. *The Review of Economics and Statistics*, 44(1), 37-51.

Huỳnh Thế Nguyễn & Nguyễn Quyết. (2013). Mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái, lãi suất và giá cổ phiếu tại TP.HCM. *Phát triển và Hội nhập*. Số 11 (21), 37-41.

Lütkepohl, H. (2005). *New Introduction to Multiple Time Series Analysis*.

Li, Y. D., Işcan, T. B., & Xu, K. (2010). The impact of monetary policy shocks on stock prices: Evidence from Canada and the United States. *Journal of International Money and Finance*, 29(5), 876-896.

Lê Hoàng Phong và Đặng Thị Bạch Vân. (2015). Kiểm chứng bằng mô hình ARDL tác động của các nhân tố vĩ mô đến chỉ số chứng khoán VN. *Phát triển và Hội nhập*, Số 20 (30), 60-66.

Madura, J., & Schnusenberg, O. (2000). Effect of federal reserve policies on bank equity returns. *The Journal of Financial Research*, XXIII (4), 421-447.

Mann, A., Friedman, M., & Jacobson Schwartz, A. (1964). A Monetary History of the United States 1867-1960. By. *The American Historical Review*, 70(10/1964), 195-197.

Md. Mahmudul Alam & Gazi Uddin (2017), 'Relationship between interest rate and stock price: Empirical evidence from developed and developing countries', *International Journal of Financial Research*, 7(1), 26-37.

Mishkin, F. S. (2013). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (Vol. 11). Pearson education.

Nguyễn Hữu Tuấn. (2011). Phân tích thực nghiệm ảnh hưởng của biến số vĩ mô đến chỉ số giá TTCK VN. *Công nghệ Ngân hàng*, Số 68, 4-10.

Nguyễn Minh Kiều và Nguyễn Văn Điệp. (2013). Quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và biến động TTCK: bằng chứng nghiên cứu từ thị trường VN. *Tạp chí Phát triển Khoa học và Công nghệ*, T. 16, S. 3Q (2013), 86-100.

Nguyễn Thị Liên, Nguyễn Thị Minh, & Hoàng Thị Thu Hà. (2021). Tác động của các biến vĩ mô lên độ biến động thị trường chứng khoán - nghiên cứu thực nghiệm sử dụng mô hình Garch-Midas tại Việt Nam. *Kinh Tế & Phát Triển*, Số 291(Tháng 9/2021), 15-24.

Nguyễn Thị Như Quỳnh, & Võ Thị Hương Linh. (2019). Tác động của một số yếu tố kinh tế vĩ mô đến chỉ số giá chứng khoán tại Việt Nam. *Tạp Chí Khoa Học Đại Học Mở Thành Phố Hồ Chí Minh*, Số 14(3), 47-63.

Nguyễn Thị Như Quỳnh, & Lê Võ Hoài Thương. (2024). Tác động của chính sách tiền tệ chỉ số giá chứng khoán: Nghiên cứu tại thị trường chứng khoán Việt nam. *Tạp Chí Kinh tế và phát triển*, Số 320(0), 22-33.

Phan Thị Bích Nguyệt, & Phạm Dương Phương Thảo. (2013). Phân tích tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán VN. *Phát Triển và Hội Nhập*, Số 8(18) (Tháng 01-02/2013), 34-41.

Sims, C. A. (1980). *Econometrica Macroeconomics and Reality*. *Econometrica*, 48(1/1980), 1-48.

Suhaibu, I., Harvey, S. K., & Amidu, M. (2017). The impact of monetary policy on

stock market performance: Evidence from twelve (12) African countries. *Research in International Business and Finance*, 42, 1372-1382.

Thân Thị Thu Thủy & Võ Thị Thùy Dương. (2015). Sự tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến các chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE. *Phát Triển và Hội Nhập*, Số 24(34) (Tháng 09-10/2015), 59-67.

Vejzagic, M., & Zarafat, H. (2013). Relationship between macroeconomic variables and stock market index: Cointegration evidence from ftse bursa malaysia hijrah shariah index. *Asian journal of management sciences & education*, 2(4).

Vo Xuan Vinh & Nguyen Phuc Canh, (2014). Monetary Policy Transmission in Vietnam: Evidence From A VAR Approach. 27th Australasian Finance and Banking Conference 2014 Paper.

Zvi Bodie, A. K. and A. M. (2014). *Investments* (Vol. 10). McGraw-Hill Education Asia.

Summary

Monetary policy always plays an important role in influencing the stock market index and directly affecting investor behavior. Therefore, the study focuses on analyzing the impact of monetary policy on the Vietnam Stock Index (VNI) during the period from 2010 to 2023, applying the SVAR (Structural Vector Autoregression) model with data from January 2010 to December 2023. The results indicate that the M2 money supply has a positive correlation, while the one-month interbank interest rate negatively affects the Vietnam stock index, with the stock index's response to changes in the M2 money supply being stronger than its response to changes in the interbank interest rate. Additionally, the study notes significant effects from control variables in the model, such as the consumer price index, exchange rate, and industrial production index. This finding provides empirical evidence and suggests policy recommendations to stakeholders, including stock investors, securities companies, and policy-makers, to enhance the efficiency of the Vietnamese stock market.

Phụ lục: Kiểm định nghiệm đa thức nghịch đảo mô hình

