

BỘ TÀI CHÍNH
TRƯỜNG ĐẠI HỌC TÀI CHÍNH – MARKETING

BÙI ĐỖ PHÚC QUYÊN

**TÁC ĐỘNG CỦA GIÁ CẢ HÀNG HÓA TOÀN CẦU ĐẾN
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN CÁC NƯỚC ĐÔNG NAM Á**

Chuyên ngành: Tài chính – ngân hàng
Mã số ngành: 9340201

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Tp. HỒ CHÍ MINH - Năm 2022

Công trình được hoàn thành tại: **Trường Đại học Tài chính – Marketing**

Người hướng dẫn khoa học 1: **TS. Bùi Hữu Phước**

Người hướng dẫn khoa học 2: **PGS.TS. Lê Thị Lanh**

Phản biện độc lập 1:

Phản biện độc lập 2:

Phản biện 1:

.....

Phản biện 2:

.....

Phản biện 3:

.....

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án cấp trường họp tại.....

.....

Vào hồi.....giờ.....ngày.....tháng.....năm.....

Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện:

CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

1.1 Lý do chọn đề tài

Các nền kinh tế đã trải qua những giai đoạn tăng trưởng tốt do kết quả của sự biến đổi thị trường chứng khoán. Những nghiên cứu thực nghiệm tập trung chú ý đến mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và các yếu tố kinh tế vĩ mô cho cả nền kinh tế phát triển và mới nổi của Christopher M. B. và cộng sự (2001), Abugri B. A. (2008), Robert J. & Luc S. (2009), Hosseini S. và cộng sự (2011), Rimantas R. & Roma V. (2014), Khan M. N. và cộng sự (2015), Kang W. và cộng sự (2018), Lukman O. & Dauda Y. (2019) đã kết luận rằng thị trường chứng khoán không chỉ phản ứng với những thay đổi cơ bản của kinh tế vĩ mô trong nước mà còn chịu ảnh hưởng của những yếu tố vĩ mô toàn cầu như chỉ số chứng khoán thế giới, giá dầu, giá vàng, giá cả hàng hóa toàn cầu, ... nhưng dấu hiệu và chiều hướng tác động có thể không giống nhau cho tất cả các nghiên cứu. Qua đó, cho thấy giá cả hàng hóa toàn cầu cùng những thay đổi trong các yếu tố kinh tế toàn cầu có thể là một kênh truyền tới các thị trường chứng khoán các nước (Mensi và cộng sự, 2014).

Tác động của giá cả hàng hóa đối với thị trường chứng khoán đã là chủ đề nghiên cứu của kinh tế vĩ mô mở trong một thời gian dài (Creti A. và cộng sự, 2013). Những cú sốc về cung và cầu khiến giá cả hàng hóa bùng nổ đã châm ngòi cho những hình thức tranh luận mới trong kinh tế học quốc tế. Có sự đồng thuận trong các tài liệu về tầm quan trọng của giá cả hàng hóa đối với nền kinh tế thế giới. Các cú sốc về giá hàng hóa ảnh hưởng đến mức độ ổn định của thu nhập xuất khẩu của các nước đang phát triển, chi phí đầu vào cho sản xuất ở các nước công nghiệp phát triển, sự phân bổ dòng vốn thế giới, tốc độ tăng trưởng kinh tế quốc gia và cả thị trường chứng khoán (Hegerty S.W., 2015). Các nhà hoạch định chính sách quan tâm đến mối liên hệ giữa giá cả hàng hóa và các mục tiêu tài chính vĩ mô (cho dù họ là nhà xuất khẩu ròng hay nhà nhập khẩu hàng hóa chính). Những người tham gia thị trường chứng khoán, chẳng hạn như các nhà quản lý danh mục đầu tư và các nhà giao dịch cũng quan tâm đến khả năng thay thế của hàng hóa và chứng khoán, do đó các chiến lược phòng ngừa rủi ro được thiết kế (Rossi B., 2012).

Mối liên hệ giữa giá hàng hóa và thị trường chứng khoán được thiết lập rõ ràng trong các tài liệu thực nghiệm. Cụ thể, Lee và Ni (2002) đã kết nối các cú sốc giá dầu với sự gia tăng giá chứng khoán của ngành dầu khí và hóa chất ở Mỹ. Bastianin, A và cộng sự (2016) cho thấy giá dầu có ảnh hưởng đáng kể đến thị trường chứng khoán G7 và cho rằng cú sốc về cung và cầu đều quan trọng trong việc giải thích giá chứng khoán G7. Các nghiên cứu của Creti và cộng sự (2013), Drechsel và Tenreiro (2018), Kang và cộng sự (2020) cũng chỉ ra rằng các cú sốc về giá cả hàng hóa và sự biến động của thị trường chứng khoán có mối quan hệ tương hỗ và ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế thực.

Các nghiên cứu ở từng nước Đông Nam Á đề cập phản ứng của thị trường chứng khoán trước sự thay đổi của giá cả hàng hóa nội địa thì thường sử dụng chỉ số giá tiêu dùng làm đại diện

nghư Indonesia (Karim và cộng sự, 2014; Surbakti và cộng sự, 2016), Malaysia (Hussein và Mgammal, 2012; Ahmad và cộng sự, 2014; Khong Y. và cộng sự, 2017), Philippin (Federick P., 2016; Ho và Odhimabo, 2018), Singapore (Ramin và Tiong, 2000; Linda và Abu, 2016; Boon Leng Mark và cộng sự, 2017), Thái Lan (Joseph, 2013; Boonyanam N. và cộng sự, 2014), Việt Nam (Paresh K. và Seema, 2010; Huỳnh Thanh Bình, 2012; Nguyễn Minh Kiều, 2013; Huỳnh Thị Cẩm Hà, 2014; Nguyễn Thu Thủy và Kadom S., 2018; Lê Minh Hương và Jian Z., 2019). Bên cạnh đó, cũng đã có những bằng chứng thực nghiệm cho thấy ngoài ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô nội địa, thì thị trường chứng khoán Đông Nam Á còn chịu tác động bởi yếu tố giá cả hàng hóa thế giới như giá vàng (Ismail M. T., 2017; Ehsan H. và cộng sự, 2013), giá dầu (Alam, 2013; Fatemeh R., 2016; Sugeng W. và cộng sự, 2017; Robiyanto R., 2018), hay cả giá vàng và giá dầu (Hossenidoust, E. và cộng sự, 2013). Tuy nhiên, đây là những hàng hóa riêng lẻ và đến nay vẫn chưa phát hiện tài liệu nghiên cứu yếu tố giá cả hàng hóa toàn cầu cùng các thành phần gồm giá nông nghiệp, giá năng lượng và giá kim loại đến chỉ số giá chứng khoán Đông Nam Á.

Chính vì vậy, nghiên cứu này được tiến hành nhằm làm rõ tác động của chỉ số giá hàng hóa toàn cầu, cùng những yếu tố thành phần và các biến kinh tế vĩ mô khác đến thị trường chứng khoán sáu nước Đông Nam Á được lựa chọn (gồm Indonesia, Malaysia, Philippine, Singapore, Thái Lan và Việt Nam).

1.2 Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu

- Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu chính của luận án là nghiên cứu tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu, các yếu tố thành phần và các biến kinh tế vĩ mô khác đến chỉ số giá thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á. Từ mục tiêu tổng quát ở trên, luận án được thực hiện nhằm đạt các mục tiêu cụ thể như sau:

- Đánh giá tác động của yếu tố giá cả hàng hóa toàn cầu đến chỉ số giá thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á.
- Đánh giá tác động của yếu tố giá cả hàng hóa toàn cầu đến chỉ số giá thị trường chứng khoán từng nước Đông Nam Á gồm Indonesia, Malaysia, Philippine, Singapore, Thái Lan và Việt Nam.
- Đánh giá tác động từ các yếu tố thành phần của giá cả hàng hóa toàn cầu gồm giá nông nghiệp, giá năng lượng, giá kim loại đến chỉ số giá thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á.

- Câu hỏi nghiên cứu

Nghiên cứu này được thiết lập để bám sát mục tiêu chính của luận án và đưa ra đáp án cho các câu hỏi cốt lõi như sau:

- Giá cả hàng hóa toàn cầu tác động như thế nào đến chỉ số giá thị trường chứng khoán nhóm các nước Đông Nam Á?
- Giá cả hàng hóa toàn cầu tác động như thế nào đến chỉ số giá thị trường chứng khoán từng nước Đông Nam Á gồm Indonesia, Malaysia, Philippine, Singapore, Thái Lan và Việt Nam?
- Giá nông nghiệp, giá năng lượng và giá kim loại tác động như thế nào đến chỉ số giá thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á?

1.3 Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

1.3.1. Đối tượng nghiên cứu

Giá cả hàng hóa toàn cầu, các biến kinh tế vĩ mô khác, chỉ số giá thị trường chứng khoán ở những nước Đông Nam Á được lựa chọn gồm Indonesia, Malaysia, Singapore, Philippine, Thái Lan, Việt Nam, tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu và các yếu tố kinh tế vĩ mô đến chỉ số giá thị trường chứng khoán Đông Nam Á.

1.3.2. Phạm vi nghiên cứu

Nghiên cứu tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu đến thị trường chứng khoán sáu nước Đông Nam Á là Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan và Việt Nam, tập trung vào chỉ số giá chứng khoán, trong khoảng thời gian từ tháng 1 năm 2007 đến tháng 12 năm 2020.

1.4 Phương pháp nghiên cứu

Để đạt được các mục tiêu nghiên cứu đã đề ra, luận án sử dụng phương pháp định tính kết hợp với nghiên cứu định lượng.

- ***Phương pháp phân tích định tính:*** thực hiện mô tả, tổng hợp, so sánh, kết hợp với việc sử dụng các bảng để giải thích dữ liệu về giá cả hàng hóa toàn cầu, các yếu tố vĩ mô khác và thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á.

- ***Phương pháp phân tích định lượng:*** thực hiện phương pháp dành cho dữ liệu bảng DGMM. Đồng thời, các ước lượng MG và PMG cũng được dùng để đo lường tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu cùng các yếu tố thành phần đến chỉ số giá thị trường chứng khoán Đông Nam Á trong dài và ngắn hạn..

1.5 Đóng góp mới của luận án

1.5.1 Đóng góp về mặt khoa học

Thứ nhất, từ tổng quan lý thuyết cùng hướng tiếp cận của các nghiên cứu trước về tác động riêng lẻ của giá cả hàng hóa toàn cầu, các yếu tố thành phần và các yếu tố kinh tế vĩ mô khác đến thị trường chứng khoán, được tác giả lược khảo một cách hệ thống. Từ đó, đưa ra bức tranh khái quát về tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài trên thế giới để đi đến nhận diện khoảng trống của vấn đề nghiên cứu.

Thứ hai, các nghiên cứu về biến động thị trường quốc tế đến giá chứng khoán ở các thị trường mới nổi rất ít, với thị trường Đông Nam Á thì các nghiên cứu đa phần dành cho từng hàng

hóa riêng lẻ như giá dầu, giá vàng, mà vẫn còn ít nghiên cứu các yếu tố quốc tế ảnh hưởng như thế nào đến thị trường chứng khoán các nước khu vực Đông Nam Á trước xu hướng hiện nay nhiều nhà đầu tư nước ngoài quan tâm đầu tư vào các thị trường trên. Luận án này xem xét những yếu tố chưa được đề cập trong những nghiên cứu trước đó tại các nước Đông Nam Á là giá cả hàng hóa toàn cầu, và chỉ số chứng khoán toàn cầu trong phân tích ảnh hưởng đến chỉ số giá thị trường chứng khoán.

Thứ ba, với đề tài luận án này, tác giả sẽ làm rõ cơ chế tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu đến chỉ số giá thị trường chứng khoán, và cơ chế này có thể được giải thích thông qua lý thuyết hiệu ứng lan tỏa còn khá hạn chế trong các nghiên cứu trước đây. Đồng thời, luận án này còn vận dụng lý thuyết hiệu ứng lan tỏa trong việc phân tích thành phần của giá cả hàng hóa toàn cầu gồm giá nông nghiệp, giá năng lượng, giá kim loại đến thị trường chứng khoán Đông Nam Á, để cho thấy liệu các đặc điểm của các loại hàng hóa khác nhau có tác dụng bảo hiểm rủi ro hoặc trở thành nơi trú ẩn an toàn cho các chiến lược danh mục đầu tư trên thị trường chứng khoán.

1.5.2 Đóng góp về mặt thực tiễn

Việc nghiên cứu các yếu tố tác động đến thị trường chứng khoán trong đó có giá cả hàng hóa toàn cầu mang lại thông tin hữu ích cho các nhà quản lý thị trường chứng khoán trong việc lựa chọn yếu tố định hướng để theo dõi, từ đó kịp thời đưa ra quyết định cho việc điều hành thị trường chứng khoán.

Với nghiên cứu này, tác giả đưa ra một số gợi ý chính sách cũng như đề xuất một số kiến nghị cụ thể trong việc ban hành và thực thi chính sách cho thị trường chứng khoán nhóm các nước Đông Nam Á và từng quốc gia trong nhóm. Thực tế cho thấy, thị trường chứng khoán nhóm các nước Đông Nam Á có những điểm chung, nhưng cũng tồn tại một số đặc thù riêng của từng thị trường, do đó, các hàm ý chính sách phù hợp cho từng nước là cần thiết.

Nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa tác động của các hàng hóa như nông nghiệp, năng lượng, kim loại đến thị trường chứng khoán, và phân tích thêm liệu các đặc điểm của các loại hàng hóa khác nhau có tác động bảo hiểm rủi ro hoặc trú ẩn an toàn cho các chiến lược danh mục đầu tư trên thị trường chứng khoán hay không. Kết quả có thể cung cấp thông tin tham khảo cho nhà đầu tư để đưa ra quyết định danh mục đầu tư phù hợp và chính xác.

1.6 Kết cấu của luận án

Để giải quyết các mục tiêu nghiên cứu của đề tài, luận án bao gồm 5 chương:

- Chương 1: Giới thiệu
- Chương 2: Khung lý thuyết và tổng quan nghiên cứu
- Chương 3: Phương pháp nghiên cứu.
- Chương 4: Kết quả nghiên cứu và thảo luận
- Chương 5: Kết luận và hàm ý chính sách

CHƯƠNG 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC

2.1 Lý thuyết giá cả hàng hóa và thị trường chứng khoán

2.1.1 Lý thuyết giá cả hàng hóa

2.1.1.1 Khái niệm giá cả hàng hóa

KMarx đã đưa ra định nghĩa giá cả là sự biểu hiện bằng tiền của giá trị hàng hoá. Giá cả ở đây là giá cả hàng hoá, là mức giá mà được xã hội thừa nhận. Giá trị hàng hoá là giá trị xã hội, được đo bằng thời gian lao động xã hội cần thiết để sản xuất ra hàng hoá, chứ không phải là giá trị cá biệt của từng người sản xuất (Allen Oakley, 1984). Bên cạnh đó, đã có những quan điểm về giá cả khác nhau dựa trên các cách tiếp cận của từng lĩnh vực. Maurice Mandell (1985) đã định nghĩa giá cả là giá trị chuyển đổi của sản phẩm đến khách hàng tại một thời điểm. Theo Peter D. Bennett (1995), giá cả là giá trị chính thức cho biết số lượng tiền hàng hóa hoặc dịch vụ cần thiết để có được một số lượng hàng hóa hoặc dịch vụ nhất định. Philip Kotler (2001) cho rằng giá cả là số tiền được tính cho một sản phẩm hoặc dịch vụ, hay là tổng các giá trị mà người tiêu dùng phải trả cho lợi ích của việc có hoặc sử dụng sản phẩm, dịch vụ.

Nghiên cứu này sử dụng giá cả hàng hóa toàn cầu, phản ánh chỉ số giá tất cả các hàng hóa toàn cầu của IMF (2015 - 2019). Giá cả hàng hóa toàn cầu gồm ba nhóm cơ bản là giá nông nghiệp, giá năng lượng, giá kim loại (Philipp K. và cộng sự, 2014; Nikonenko U., 2020). Chỉ số giá lương thực của IMF theo dõi giá giao ngay của 22 mặt hàng nông sản có giao dịch quốc tế phổ biến nhất, được chia thành 3 nhóm chính là lương thực (ngũ cốc gồm lúa mì, gạo, ngô; dầu thực vật; thịt; hải sản, đường và các thực phẩm khác như táo, chuối, các loại đậu, bột cá, sữa, cà chua), đồ uống (cà phê, trà, ca cao) và nguyên liệu nông nghiệp (gỗ, bông, len, cao su, da sống). Giá năng lượng được tính từ dầu thô, khí tự nhiên, và than. Giá kim loại gồm kim loại cơ bản (thép, nhôm, coban, đồng, quặng sắt, chì, niken, uranium, kẽm) và kim loại quý (vàng, bạc, paladi, bạch kim).

2.1.1.2 Lý thuyết giá cả hàng hóa biến động

Frankel (1986, 2008) phát triển lý thuyết về sự biến động của giá cả hàng hóa. Dựa trên giả thuyết tỷ giá hối đoái thay đổi của Dornbusch (1976), Frankel (1986, 2008) đã phát triển mô hình biến động hàng hóa nhằm giải thích tại sao giá hàng hóa vượt qua mức cân bằng dài hạn để đáp ứng với sự thay đổi của chính sách kinh tế. Lý thuyết giả định rằng thị trường hàng hóa được chia thành mức ổn định của nhà sản xuất có giá ít giao động và mức linh hoạt với các hàng hóa mà giá thay đổi nhanh có khả năng phản ứng tức thời với các cú sốc kinh tế vĩ mô.

2.1.1.3 Lý thuyết lưu trữ

Nền tảng chính của lý thuyết lưu trữ là một khái niệm được gọi là Basis được định nghĩa là sự khác biệt giữa giá tương lai và giá giao ngay (Fama và French, 1987).

Theo Fama và French (1987), cơ sở được giải thích bởi ba yếu tố là sự thay đổi của lãi suất, chi phí lưu kho và lợi nhuận từ cơ hội thuận lợi. Trong đó, lợi nhuận từ cơ hội thuận lợi phản ánh dự báo về thị trường liên quan đến hàng hóa tương lai. Nếu người tiêu dùng có dự trữ cao, có ít cơ hội khan hiếm trong tương lai thì lợi nhuận sẽ thấp, ngược lại dự trữ thấp đưa đến lợi nhuận này cao. Từ đây, lợi nhuận từ chi phí cơ hội cận biên $[C_{(t, T)}]$ có thể phát sinh do một số hàng tồn kho như lúa mì và đậu nành được sử dụng trong sản xuất hàng hóa trung gian như bột mì và dầu đậu nành. Hay lợi nhuận từ chi phí cơ hội cận biên $[C_{(t, T)}]$ của những mặt hàng đó sẽ bắt nguồn từ giá trị kinh tế hoặc tiềm năng và đóng góp thực sự của chúng vào sản xuất trong nền kinh tế.

Lý thuyết ban đầu về lưu trữ được thực hiện bởi Holbrook Working (1933). Sau này, đã có những nghiên cứu đóng góp những hiểu biết mới về mô hình lưu trữ tổng thể nhằm giải thích tốt hơn việc xác định giá cả hàng hóa và sự biến động của chúng, đầu tư hàng tồn kho, tăng trưởng sản lượng quốc gia và sự ổn định của thị trường tài chính (French, 1986; Hazuka, 1984; Hansen và Hodrick, 1980; Working, 1948, 1949; Telser, 1958, 1967; Brennan, 1958; Kaldor, 1939).

2.1.1.4 Lý thuyết phân bù rủi ro

Lý thuyết phân bù rủi ro liên quan đến thị trường hàng hóa được các nhà nghiên cứu phát triển để giải thích tác động của việc lo ngại rủi ro khi xác định giá hàng hóa (Hur S. K. và cộng sự 2018). Lý thuyết tiêu chuẩn giả định rằng việc tồn tại của sự không chắc chắn dẫn đến phân bù rủi ro trong giá hàng hóa hoặc giá hàng hóa tương lai nếu các nhà đầu tư không thích rủi ro. Theo Sallinen và cộng sự (2011) nếu nhà đầu tư không thích rủi ro, chấp nhận rủi ro bằng cách mua một loại hàng hóa hoặc hợp đồng tương lai của một hàng hóa nhất định, nhà đầu tư đó sẽ dựa trên lợi nhuận cơ bản đó chính là phân bù rủi ro. Theo các tài liệu về tài chính doanh nghiệp chính thống, rủi ro có thể được phân tách một cách thích hợp thành rủi ro có hệ thống và không có hệ thống (Waemustafa và Sukri, 2016; Brown và cộng sự, 1988; Damodaran, 1999).

2.1.2 Lý thuyết về thị trường chứng khoán

2.1.2.1 Khái niệm thị trường chứng khoán và chỉ số thị trường chứng khoán

Thị trường chứng khoán trên thế giới đã ra đời và hoạt động hàng trăm năm qua, là một bộ phận không thể thiếu của thị trường tài chính. TTCK gồm có thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu và thị trường phái sinh (Cecchetti, 2006). Trong đó, thị trường cổ phiếu là nơi mua bán trao đổi các loại cổ phiếu đã được phát hành. Thị trường trái phiếu là thị trường giao dịch các công cụ nợ trung và dài hạn, cho phép chuyển nhượng vốn từ người cho vay sang người đi vay. Thị trường phái sinh là thị trường mua bán các hợp đồng phái sinh như: hợp đồng giao sau, hợp đồng quyền chọn, hợp đồng hoán đổi với mục đích chính là chuyển nhượng rủi ro.

Có nhiều định nghĩa khác nhau về thị trường chứng khoán. Theo The Longman Dictionary of Contemporary English (1985), thị trường chứng khoán là một thị trường có tổ chức, nơi các

chứng khoán được mua bán theo những nguyên tắc đã được ấn định. Theo The American Heritage Dictionary of The English Language (1971), thị trường chứng khoán là nơi mua bán cổ phiếu.

Theo Bodie (2013) chỉ số giá chứng khoán, khối lượng và giá trị giao dịch cổ phiếu là những chỉ báo quan trọng phản ánh hoạt động của TTCK. Trong đó, chỉ số giá chứng khoán là chỉ số phản ánh sự biến đổi của giá chứng khoán tại một thời điểm so với thời điểm gốc nào đó. Chỉ số giá cổ phiếu là loại thông tin quan trọng nhất của thị trường và thường được các nhà đầu tư sử dụng trong phân tích đầu tư chứng khoán. Mỗi TTCK đều xây dựng hệ thống chỉ số giá cổ phiếu riêng, có thể được tính cho toàn bộ cổ phiếu thuộc thị trường của một quốc gia hoặc từng ngành, nhóm ngành.

2.1.2.2 Giả thuyết thị trường hiệu quả (EMH)

Eugene F. Fama đưa ra định nghĩa ban đầu về một thị trường hiệu quả và cho rằng giá của thị trường chứng khoán đi theo một bước ngẫu nhiên (Fama, 1965). Người đầu tiên định nghĩa thuật ngữ giả thuyết thị trường hiệu quả, bên cạnh sự lan rộng của hiệu quả thị trường từ dạng yếu sang dạng mạnh là Harry Roberts (Roberts, 1967). Tuy nhiên, EMH trở nên phổ biến rộng rãi hơn với việc phân loại các phát hiện thực nghiệm của Fama (Fama, 1970) trong đó thị trường được gọi là hiệu quả khi tất cả các thông tin liên quan về chính chứng khoán có thể được phản ánh đầy đủ thông qua giá của chúng. Do đó, thị trường được phân thành ba mức hiệu quả riêng biệt: (i) thị trường hiệu quả dạng yếu, (ii) thị trường hiệu quả trung bình và (iii) thị trường hiệu quả mạnh.

EMH cho rằng, sự cạnh tranh giữa các nhà đầu tư – những người luôn muốn tối đa hóa lợi nhuận của mình – bảo đảm tất cả các thông tin sẽ phản ánh đầy đủ vào trong giá chứng khoán, nên nhà đầu tư không thể kiếm được các tỷ suất sinh lợi bất thường thông qua dự đoán xu hướng thị trường chứng khoán trong tương lai. Tuy nhiên, những nghiên cứu của Gan, Lee và Zhang (2006), Mukhejee và Naka (1995), Rahman, Sidek và Tafri (2009), Narayan, K.P. và Narayan, S. (2010) lại phản bác kết luận của EMH. Những nghiên cứu này khẳng định các yếu tố vĩ mô rõ ràng có ảnh hưởng đến thu nhập và biến động chỉ số giá chứng khoán.

2.1.2.3 Lý thuyết bước đi ngẫu nhiên của giá chứng khoán

Kết quả công trình nghiên cứu của nhà kinh tế học Kendall M. (1973) về giá cổ phiếu trên thị trường khẳng định rằng giá cổ phiếu thay đổi một cách ngẫu nhiên và không thể dự đoán trước được. Nói khác đi, sự thay đổi mức giá cổ phiếu trên thị trường là “bước đi ngẫu nhiên”. Theo Kendall, nếu giá chứng khoán có thể tiên đoán trước được và sử dụng cách thức của ông để dự đoán giá cổ phiếu trong thời gian tới, khi đó, các nhà đầu tư sẽ ngay lập tức tìm cách để đạt được lợi nhuận theo hướng mua vào cổ phiếu khi họ có thể dự đoán giá cổ phiếu đó có xu hướng tăng và ngược lại bán ra cổ phiếu khi dự đoán được nó có xu hướng giảm.

Như vậy, theo lý thuyết này khi thị trường chứng khoán là hiệu quả thì giá cổ phiếu sẽ chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố như các biến vĩ mô và vi mô. Tuy nhiên, những nghiên cứu của

Mukhejee và Naka (1995), Gan C. và cộng sự (2006), Rahman A. A. và cộng sự (2009), Narayan P. K. và cộng sự (2014) lại phản bác kết luận trên. Những nghiên cứu này khẳng định giá cả hàng hóa cùng các yếu tố vĩ mô rõ ràng có ảnh hưởng đến thu nhập và biến động chỉ số giá chứng khoán. Như vậy, nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra rằng ở nhiều quốc gia thị trường chứng khoán là không hiệu quả, do đó, giá chứng khoán chưa thực sự phản ánh đúng thực tế của thị trường do ảnh hưởng của nhiều yếu tố khác đến giá chứng khoán.

2.1.2.5 Lý thuyết tài chính hành vi

Các nền tảng của lý thuyết tài chính chuẩn tắc như Lý thuyết kinh doanh chênh lệch giá của Merton Miller và Franci Modigliani, Lý thuyết danh mục đầu tư của Harry Markowitz (Nobel 1990), Mô hình định giá tài sản CAPM của John Litner và William Sharpe (Nobel 1990) và Lý thuyết định giá quyền chọn của Fischer Black, Myron Scholes và Robert Merton (Nobel 1997) đều dựa trên giả định con người lý trí (rational). Tuy nhiên, thực tế cho thấy các lý thuyết và mô hình chuẩn tắc không thể giải thích các hiện tượng trên thị trường chứng khoán. Lý thuyết tài chính hành vi với nguyên tắc cơ bản là “không lúc nào thị trường cũng đúng và không phải lúc nào nhà đầu tư cũng lý trí” đã tạo quan điểm đối trọng rất lớn với lý thuyết thị trường hiệu quả - nguyên tắc cơ bản của các thuyết tài chính chuẩn tắc.

Lý thuyết tài chính hành vi là sự kết hợp tâm lý học và tài chính, được hình thành và phát triển khá muộn so với các lý thuyết tài chính chuẩn tắc. Từ những năm 1880, khi nhà tâm lý học người Pháp Gabriel Tarde bắt đầu nghiên cứu về ứng dụng tâm lý học và khoa học kinh tế, thì đến những năm 1980 các ứng dụng tâm lý trong tài chính mới có bước phát triển đáng kể. Với các nghiên cứu nền tảng của Kahneman và Tversky (1979), Thaler R. (1985), và đặc biệt Robert Shiller (2005) đã dự báo chính xác sự sụp đổ của thị trường chứng khoán toàn cầu không lâu sau đó.

2.1.3 Lý thuyết tác động của giá cả hàng hóa đến thị trường chứng khoán

2.1.3.1 Hiệu ứng tràn của giá cả hàng hóa toàn cầu đến giá cả hàng hóa nội địa

Theo Samuelson (1952), giá trong nước được liên kết với giá thị trường thế giới chủ yếu thông qua giao dịch thương mại. Khi giá trong nước liên kết với giá quốc tế của cùng một hàng hóa, các biến động của giá quốc tế cũng có những ảnh hưởng đến giá trong nước. Mức độ của các biến động được thể hiện ở độ co giãn của cầu theo giá chéo, thể hiện thông qua phần trăm thay đổi của giá hàng hóa trong nước với phần trăm thay đổi của giá hàng hóa quốc tế.

2.1.3.2 Lý thuyết hiệu ứng lan tỏa

Về mặt lý thuyết, hiệu ứng lan tỏa xác định tốc độ của dòng thông tin từ thị trường này sang thị trường khác (Shen và cộng sự, 2018), và hướng của sự lan tỏa thể hiện hướng của dòng thông tin. Cụ thể, nếu thị trường A có tác động lan tỏa về sự biến động đến thị trường B, thì thông tin về thị trường A (chẳng hạn như các cú sốc và biến động giá) sẽ được truyền đến thị trường B, góp

phần vào sự biến động về giá cả ở thị trường B. Mặt khác, theo quan điểm của lý thuyết tài chính hiện đại, sự biến động thể hiện rủi ro của tài sản. Do đó, bản chất của hiệu ứng lan tỏa biến động là sự truyền rủi ro giữa các thị trường.

Thông qua sự lan tỏa biến động, nhiều nghiên cứu thực hiện trước đây cho thấy từ mối tương quan gia tăng giữa cả hai thị trường, khiến hàng hóa trở thành hàng rào bảo vệ an toàn cho việc đầu tư vào thị trường chứng khoán. Đây là một vấn đề thu hút sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu, nhà hoạch định chính sách, nhà sản xuất, học giả, phương tiện truyền thông và người tiêu dùng (Olson và cộng sự, 2014). Khi thị trường chứng khoán trải qua giai đoạn bất ổn thì hàng hóa được coi là nơi trú ẩn an toàn so với cổ phiếu (Sensoy, 2013). Các nhà đầu tư rất quan tâm đến sự biến động của thị trường hàng hóa để tìm ra hướng đi của giá hàng hóa và cổ phiếu (Choi và Hommoudeh, 2010). Danh mục đầu tư hỗn hợp cung cấp mức độ hiệu quả phòng ngừa rủi ro cao hơn cho cả thị trường mới nổi và phát triển, dẫn đến việc gia tăng sự tham gia của những người muốn giảm thiểu rủi ro bằng cách giao dịch cả cổ phiếu và hàng hóa (Boako, G. và Alagidede P., 2016).

2.2 Tổng quan các nghiên cứu trước

2.2.1 Tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu đến chỉ số giá thị trường chứng khoán.

Việc xem xét ảnh hưởng của giá cả hàng hóa toàn cầu cùng các yếu tố vĩ mô đến thị trường chứng khoán đã được các nhà nghiên cứu đề cập cho các quốc gia riêng lẻ (Nabila N., 2016; Gaderi S. & Shahrazi M., 2020) hay cho nhóm các quốc gia (Robert J. & Luc S., 2009; Khan và cộng sự, 2015; Kang W. và cộng sự, 2018; Lukman O. & Dauda Y., 2019; Basher và cộng sự, 2019). Trong đó, có những thị trường chứng khoán phản ứng tức thời với những thay đổi từ yếu tố giá cả hàng hóa toàn cầu, nhưng cũng có những thị trường chứng khoán có thể tránh được các cú sốc từ bên ngoài.

2.2.1.1 Tác động của giá nông nghiệp đến thị trường chứng khoán.

Girardi, D. (2015), Baldi L. và cộng sự (2016), Hernandez J. A. và cộng sự (2020) tiến hành nghiên cứu ảnh hưởng của giá nông nghiệp đến thị trường chứng khoán. Sử dụng các phương pháp hồi quy khác nhau, trong các giai đoạn và bối cảnh khác nhau. Kết quả cho thấy rằng có mối tương quan giữa thay đổi giá nông nghiệp và thị trường chứng khoán.

2.2.1.2 Tác động của giá năng lượng đến thị trường chứng khoán.

Ulrich O. (2009) tập trung đánh giá tác động của giá năng lượng đến thị trường chứng khoán châu Âu, khoảng thời gian mẫu phân tích từ tháng 1 năm 2002 đến tháng 8 năm 2007, bằng ước lượng OLS và phương pháp GARCH. Ergun U. và Ibrahim, A. (2013) điều tra tác động của giá năng lượng toàn cầu, giá dầu thô toàn cầu và giá khí đốt tự nhiên toàn cầu lên biến động chỉ số giá chứng khoán ISE100, với bộ dữ liệu hàng tháng kéo dài trong 6 năm từ 2005 đến 2011 bằng mô hình VAR. Cong, R.G. và Shen, S. (2013) nghiên cứu tương tác giữa các cú sốc về giá năng lượng

với thị trường chứng khoán Thượng Hải, bằng cách sử dụng kiểm định ADF và phương pháp tự hồi quy vectơ đa biến VAR cho bộ dữ liệu hàng tháng trong khoảng thời gian từ tháng 1 năm 2000 đến tháng 12 năm 2010. Mohammad Z. H. (2017) đề cập sự truyền tải giá năng lượng quốc tế đến các lĩnh vực khác nhau trên thị trường chứng khoán Úc từ tháng 1 năm 2003 đến tháng 12 năm 2015. Ngoài ra, Felix C. A. và cộng sự (2019), Manal A. và Tamat S. (2020), Ahmed M. Y. và Sarkodie S. A. (2021) cũng điều tra ảnh hưởng của giá năng lượng cũng đến thị trường chứng khoán. Các nghiên cứu cho thấy có ảnh hưởng của giá năng lượng đến thị trường chứng khoán.

2.2.1.3 Tác động của giá kim loại đến thị trường chứng khoán.

Lee E. K. (2014) nghiên cứu mối quan hệ giữa chỉ số giá chứng khoán với giá kim loại và các biến tài chính khác, từ tháng 1 năm 2000 đến tháng 12 năm 2009. Partalidou X. và cộng sự (2016) xem xét tác động của giá kim loại, cùng các biến kinh tế và tài chính lên Chỉ số Công nghiệp Dow Jones (DJIA) bằng cách sử dụng dữ liệu hàng ngày trong giai đoạn mẫu từ ngày 21 tháng 3 năm 1995 đến ngày 30 tháng 5 năm 2014. Irandoust, M. (2017) xem xét ảnh hưởng của giá kim loại đến chỉ số giá chứng khoán của 10 quốc gia Châu Âu từ tháng 1 năm 2011 đến tháng 9 năm 2016. Mensi W. và cộng sự (2017) nghiên cứu sự lan tỏa giữa các kim loại quý (vàng, bạc, paladi và bạch kim) và các thị trường chứng khoán lớn từ tháng 1 năm 2000 đến tháng 5 năm 2016. Kết quả các nghiên cứu cho thấy thị trường chứng khoán phản ứng với giá kim loại.

2.2.2 Tác động của các yếu tố kinh tế vĩ mô khác đến thị trường chứng khoán.

Các nhà nghiên cứu Rizwan M. S và Khan S. U. (2007), Abugri (2008), Khan M. N. và cộng sự (2015), Nabila N. (2015), Gadan D. S. và cộng sự (2018) đã phát hiện chỉ số chứng khoán toàn cầu cũng đóng vai trò quyết định đối với thị trường chứng khoán nội địa, mức độ ảnh hưởng khác nhau tùy theo khả năng hội nhập của từng thị trường chứng khoán.

Bên cạnh đó, không chỉ có các nghiên cứu trên thế giới xem xét phản ứng của thị trường chứng khoán trước sự biến động của các yếu tố kinh tế vĩ mô nội địa như: Tỷ giá hối đoái (Christopher M. B. và cộng sự, 2001; Geetha và cộng sự, 2011; Naik và Padhi, 2012; Baroian E., 2014; Rimantas R. và Roma V., 2014; Lida N. & Abu H. S. M. N., 2016); Tăng trưởng kinh tế (Beck T. và Levine R., 2002; Ibrahim và Aziz, 2003; Rahman và cộng sự, 2009; Charles A. Y., 2010; Hsing, 2011; Naik và Padhi, 2012; Trivei và Behera, 2012; Al-Mamun M., 2013; Mohd R. M. và cộng sự, 2013; Khan M. N., và cộng sự, 2015; Pradhan R. P. và cộng sự, 2015, Kishorsinh N.C. và Tarsariya M.K., 2018); Chỉ số giá tiêu dùng (Bilson và cộng sự, 2001; Christopher M. B. và cộng sự, 2001; Engle và Rangel, 2008; Humpe và Macmillan, 2009; Wongpangpo P. và Subhash C. S., 2002; Mahmood S. và cộng sự, 2017; Pradhan R. P. và cộng sự, 2015; Ravindra N. P., 2016; Abbas G. và cộng sự, 2018); Lãi suất (Mohd R. M. và cộng sự, 2013; Khan M. N. và cộng sự, 2015; Tibebe A., 2016; Mahmood S. và cộng sự, 2017; Rachael N. & Moses W., 2017).

2.4 Khoảng trống nghiên cứu

Từ tổng quan nghiên cứu và khung lý thuyết về tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu cùng các yếu tố kinh tế vĩ mô khác đến thị trường chứng khoán, luận án nhận diện: (1) Phần lớn những nghiên cứu về mối liên hệ giữa giá cả hàng hóa toàn cầu và thị trường chứng khoán, nhưng xem xét cho các nước hay nhóm nước phát triển, chưa có nhiều nghiên cứu tại các nước thị trường mới nổi và vẫn còn khoảng trống cho các nước Đông Nam Á; (2) Nhiều tài liệu trước đây đề cập mối tương quan riêng giữa giá nông nghiệp, giá năng lượng hay giá kim loại đến thị trường chứng khoán, nhưng thiếu vắng nghiên cứu tổng hợp ảnh hưởng của các yếu tố thành phần này cho các nước đang phát triển; (3) Các nghiên cứu trước về tương quan giữa giá cả hàng hóa toàn cầu và thị trường chứng khoán đa số nghiên cứu sử dụng có các biến kinh tế vĩ mô trong nước như tỷ giá hối đoái, lạm phát, lãi suất mà chưa có biến vĩ mô bên ngoài như chỉ số chứng khoán toàn cầu.

CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU.

3.1 Quy trình nghiên cứu

3.2 Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu thiết lập một mô hình thực nghiệm bằng việc hồi quy dữ liệu bảng, nhằm ước tính tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu và các chỉ số kinh tế vĩ mô khác đến thị trường chứng khoán cho nhóm 6 nước Đông Nam Á. Mô hình hồi quy cho quốc gia i và tại thời điểm t được biểu diễn trong phương trình sau đây:

$$SI_{it} = \mu_i + \beta_1 GCPI_{it} + \beta_2 MWI_{it} + \beta_3 ER_{it} + \beta_4 CPI_{it} + \beta_5 IR_{it} + u_{it} \quad (3.1)$$

Trong đó: SI_{it} là chỉ số giá thị trường chứng khoán của quốc gia i tại thời điểm t ; μ_i là hệ số chặn; β_{1-6} là hệ số độ dốc; GPI_{it} , WI_{it} , CPI_{it} , ER_{it} , IR_{it} lần lượt là các biến đại diện cho giá cả hàng hóa toàn cầu, chỉ số chứng khoán toàn cầu của MSCI, tỷ lệ lạm phát, tỷ giá hối đoái, lãi suất của quốc gia i tại thời điểm t ; μ_i đại diện cho hiệu ứng cố định theo quốc gia; u_{it} là sai số ngẫu nhiên của tất cả các yếu tố khác ảnh hưởng đến chỉ số thị trường chứng khoán. Tất cả các biến đều được đưa về dạng logarit tự nhiên.

Dựa trên nghiên cứu của Wang Y.M. và cộng sự (2013), Irandoust, M. (2017), Lukman O. và Dauda (2019) để ước lượng tác động dài và ngắn hạn của giá cả hàng hóa toàn cầu và các yếu tố thành phần đến thị trường chứng khoán, mô hình được đề xuất như sau:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Y_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 Z_{it} + e_{it} \quad (3.2)$$

Trong đó, Y là chỉ số thị trường chứng khoán; X là lần lượt các biến độc lập (giá cả hàng hóa toàn cầu, giá nông nghiệp, giá năng lượng, giá kim loại); Z là tập hợp các biến kiểm soát (chỉ số chứng khoán toàn cầu của MSCI, tỷ giá hối đoái, tỷ lệ lạm phát, lãi suất); Các chỉ số i và t tương ứng với quốc gia và thời gian.

Theo Pesaran và cộng sự (2001), mô hình MG và PMG đề xuất hồi quy bảng không đồng nhất động có thể được tích hợp vào mô hình sửa lỗi bằng cách sử dụng kỹ thuật ARDL (p, q) độ trễ phân tán tự phát, p là độ trễ của biến phụ thuộc, q là độ trễ của các biến độc lập, từ đó phương trình (3.2) được cụ thể như sau:

$$\Delta SI_{i,t} = \sum_{j=1}^{p-1} \gamma_j^i \Delta SI_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta_j^i \Delta X_{i,t-j}^{API+\dots} + \varphi^i [SI_{i,t-1} - \{\beta_0^i + \beta_1^i \Delta X_{i,t-j}^{API+\dots}\}] + \varepsilon_{i,t-1} \quad (3.2.1)$$

$$\Delta SI_{i,t} = \sum_{j=1}^{p-1} \gamma_j^i \Delta SI_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta_j^i \Delta X_{i,t-j}^{API+\dots} + \varphi^i [SI_{i,t-1} - \{\beta_0^i + \beta_1^i \Delta X_{i,t-j}^{API+\dots}\}] + \varepsilon_{i,t-1} \quad (3.2.2)$$

$$\Delta SI_{i,t} = \sum_{j=1}^{p-1} \gamma_j^i \Delta SI_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta_j^i \Delta X_{i,t-j}^{EPI+\dots} + \varphi^i [SI_{i,t-1} - \{\beta_0^i + \beta_1^i \Delta X_{i,t-j}^{EPI+\dots}\}] + \varepsilon_{i,t-1} \quad (3.2.3)$$

$$\Delta SI_{i,t} = \sum_{j=1}^{p-1} \gamma_j^i \Delta SI_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta_j^i \Delta X_{i,t-j}^{MPI+\dots} + \varphi^i [SI_{i,t-1} - \{\beta_0^i + \beta_1^i \Delta X_{i,t-j}^{MPI+\dots}\}] + \varepsilon_{i,t-1} \quad (3.2.4)$$

3.3 Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ tháng 1 năm 2007 đến tháng 12 năm 2020. Với chỉ số giá chứng khoán có nguồn gốc từ trang web của Sở giao dịch chứng khoán gồm Chỉ số chứng khoán Jakarta của Indonesia (JCI), Chỉ số chứng khoán Malaysia (KLCI), Chỉ số chứng khoán Philippines (PSEI), Chỉ số chứng khoán Singapore (STI), Chỉ số chứng khoán Thái Lan (SET), Chỉ số chứng khoán Việt Nam (VNI).

Giá cả hàng hóa toàn cầu, các yếu tố thành phần cùng các biến kiểm soát đại diện cho kinh tế vĩ mô nội địa (tỷ giá hối đoái, tỷ lệ lạm phát, lãi suất) được thu thập từ Thống kê Tài chính Quốc tế của Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF), riêng chỉ số chứng khoán toàn cầu có nguồn từ MSCI. Các yếu tố khi được thu thập theo tần suất tháng thường chịu ảnh hưởng của yếu tố mùa vụ, vì vậy để hiệu chỉnh yếu tố mùa vụ, tác giả đo lường các chỉ số dưới dạng tăng trưởng hàng tháng (so với cùng kỳ năm trước).

Bảng 3.3 Các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Nguồn dữ liệu
Biến đo lường thị trường chứng khoán		
Chỉ số giá chứng khoán	SI	SGDCK các nước Đông Nam Á
Biến giá cả hàng hóa toàn cầu và các yếu tố thành phần		
Giá cả hàng hóa toàn cầu	GPI	IMF
Giá nông nghiệp	API	IMF
Giá năng lượng	EPI	IMF
Giá kim loại	MPI	IMF
Biến kiểm soát- các biến kinh tế vĩ mô khác		
Chỉ số chứng khoán toàn cầu	WI	MSCI
Tỷ giá hối đoái	ER	IMF
Tỷ lệ lạm phát	CPI	IMF
Lãi suất	IR	IMF

3.4 Phương pháp ước lượng

Để nghiên cứu tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu đến thị trường chứng khoán các quốc gia Đông Nam Á theo tháng giai đoạn 2007 – 2020, một dữ liệu bảng cân bằng được thực hiện trên phần mềm Stata. Việc kết hợp dữ liệu chéo và dữ liệu chuỗi thời gian trong dữ liệu bảng có nhiều lợi thế và thuận lợi trong phân tích, đặc biệt khi muốn quan sát, phân tích sự biến động của các nhóm đối tượng nghiên cứu sau các biến cố hay theo thời gian cũng như phân tích sự khác biệt giữa các nhóm đối tượng nghiên cứu. Để đạt được mục tiêu nghiên cứu đề ra, tác giả sử dụng kết hợp phương pháp phân tích định tính và định lượng. Đối với phương pháp phân tích định lượng, kiểm định tính dừng, kiểm định đồng liên kết, cũng như mô hình MG và PMG được sử dụng để phân tích tác động trong dài hạn nghiên cứu. Theo đó, mô hình MG (Pesaran và Smith, 1995) cho phép sự khác nhau trong cả hệ số ước lượng ngắn hạn và dài hạn giữa các đơn vị bảng. Mô hình PMG (Pesaran và Shin, 1999) cho phép các hệ số ước lượng ngắn hạn như hệ số cắt, hệ số ngắn hạn và phương sai sai số khác nhau giữa các đơn vị bảng nhưng hệ số dài hạn giống nhau giữa các nhóm. Cả hai công cụ ước tính trên đều xem xét trạng thái cân bằng dài hạn, tính không đồng nhất của quá trình điều chỉnh động và được tính toán theo khả năng tối đa (Demetriades và Law, 2006). Tuy nhiên, để đánh giá giữa MG và PMG ước lượng nào phù hợp hơn thì kiểm định Hausman được sử dụng để kiểm định vấn đề này (Pesaran, Shin và Smith, 2001). Ngoài ra, sử dụng các mô hình DGMM để củng cố kết quả nghiên cứu.

CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN.

4.1 Thực trạng giá cả hàng hóa toàn cầu và thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á

4.1.1 Thực trạng giá cả hàng hóa toàn cầu

Giá cả hàng hóa toàn cầu có nhiều biến động trong những năm từ 2007 đến 2009, với những đợt điều chỉnh nhẹ trước cuộc khủng hoảng tài chính vài tháng. Hầu hết giá cả hàng hóa được thiết lập sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2011 và chỉ suy yếu ở mức độ vừa phải cho đến năm 2013, phản ánh nhu cầu tiếp tục mạnh mẽ, dự trữ thấp và hạn chế nguồn cung liên tục trong một số trường hợp. Từ 2010 đến giữa 2014 mặc dù có những lúc điều chỉnh nhưng giá cả hàng hóa toàn cầu và các yếu tố thành phần cũng có xu hướng tăng. Xét chung cho giai đoạn 2007 – 2020 giá cả hàng hóa toàn cầu đạt cao nhất là tháng 7 năm 2008 và thấp nhất vào tháng 4 năm 2020. Các thành phần của giá cả hàng hóa toàn cầu cũng có những biến động theo thời gian.

4.1.2 Thực trạng thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á

Thị trường chứng khoán Đông Nam Á đã phát triển đáng kể về quy mô kể trong những năm trở lại đây, hội nhập tài chính khu vực ngày càng tăng, tự do hóa tài khoản vốn và cải thiện cấu trúc thị trường. Từ đó, thị trường chứng khoán Đông Nam Á nổi lên là điểm sáng cung cấp nhiều

cơ hội và có sức hấp với dòng vốn quốc tế mạnh mẽ. Các nhà đầu tư trên thế giới cũng quan tâm nhiều hơn đến các thị trường chứng khoán như Singapore và Malaysia, Thái Lan, Indonesia, Philippines và Việt Nam. Từ năm 2000 đến năm 2020 chỉ số giá chứng khoán của sáu nước Đông Nam Á được xem xét phát triển theo xu hướng tăng, đáng chú ý có hai mốc thời gian năm 2008 với ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính, cùng năm 2020 do dịch Covid nên thị trường có điều chỉnh giảm và biến động tăng ở năm liền kề. Cũng cần nhìn nhận rằng Châu Á nói chung, khu vực ASEAN có nền kinh tế đang phát triển, đều dễ chịu nhiều ảnh hưởng và có độ nhạy cảm với các biến động môi trường bên ngoài khá lớn.

4.2 Kết quả mô hình nghiên cứu

4.2.1 Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu và tương quan giữa các biến

Kết quả cho thấy, giữa các biến giải thích đa phần tương quan khá thấp, chỉ có một số cặp biến có tương quan đáng kể. Trong đó, giá nông nghiệp, giá năng lượng, giá kim loại vì là các yếu tố thành phần nên có tương quan mạnh với giá cả hàng hóa toàn cầu.

4.2.2 Kết quả kiểm định tính dừng và kiểm định đồng liên kết.

4.2.2.1 Kiểm định tính dừng dữ liệu bảng (Panel unit root test)

Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị chỉ ra rằng mỗi biến số có một mức tích hợp khác nhau theo thứ tự tích hợp 0 tức $I(0)$ và theo thứ tự tích hợp một tức $I(1)$, hay có những biến dừng bậc 0, có những biến dừng bậc 1. Trên cơ sở của việc dừng hỗn hợp $I(0)$ và $I(1)$ của các biến, nghiên cứu tiếp tục thực hiện kiểm định đồng liên kết dữ liệu bảng ở phần tiếp theo.

4.2.2.2 Kiểm định đồng liên kết dữ liệu bảng (Panel Cointegration Tests)

Với mức ý nghĩa 1%, giá cả hàng hóa toàn cầu, cùng các yếu tố thành phần và tất cả các biến kinh tế vĩ mô khác gồm chỉ số chứng khoán toàn cầu của MSCI, tỷ giá hối đoái, chỉ số giá tiêu dùng nội địa và lãi suất cho vay đều có đồng liên kết với chỉ số thị trường chứng khoán các nước được lựa chọn. Cho nên mô hình áp dụng trong nghiên cứu gợi ý về khả năng có mối tương quan dài hạn và ngắn hạn giữa thị trường chứng khoán Đông Nam Á với giá cả hàng hóa toàn cầu, những yếu tố thành phần, cùng các biến kinh tế vĩ mô khác.

4.2.3 Kết quả nghiên cứu tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu đến thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á.

4.2.3.1 Kết quả tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu đến thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á.

- *Kết quả của mô hình DGMM*

Bảng 4.11 Kết quả đánh giá tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu đến thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á từ mô hình DGMM

SI	Hệ số hồi quy	Sai số chuẩn	t	P>t
GPI	0.6810***	0.0678	10.04	0.000

WI	1.8182***	0.0952	19.10	0.000
ER	0.8065***	0.1116	7.23	0.000
CPI	-0.9259*	0.3556	-1.75	0.081
IR	-0.1277***	0.0731	-2.60	0.009
SI(-1)	0.1283***	0.0242	5.29	0.000
AR(1) p-value	0.000			
AR(2) p-value	0.636			
Sargan test (p-value)	0.528			
Number of groups	6			
Number of instruments	5			
Second stage F-test P-value	0.000			

(Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả)

Kết quả nghiên cứu cho thấy hệ số hồi quy của GPI ở phương pháp ước lượng DGMM mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% cho thấy tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa giá cả hàng hóa toàn cầu và thị trường chứng khoán tại các quốc gia Đông Nam Á.

Các biến chỉ số thị trường chứng khoán thì hệ số hồi quy của chỉ số chứng khoán toàn cầu của MSCI, tỷ giá hối đoái, tỷ lệ lạm phát, lãi suất cho vay, chỉ số thị trường chứng khoán kỳ trước cũng có ý nghĩa thống kê với chỉ số thị trường chứng khoán.

- Kết quả của mô hình PMG và MG

Bảng 4.13 Kết quả đánh giá tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu đến thị trường chứng khoán Đông Nam Á từ các ước tính PMG và MG

Biến phụ thuộc:		PMG		MG	
SI		Coefficients	Std. Error	Coefficients	Std. Error
Các vector đồng liên kết dài hạn (Hệ số dài hạn)					
GPI		-0.376***	0.129	-0.184*	0.127
WI		0.657***	0.125	0.759***	0.098
ER		-0.404**	0.341	-0.582	0.363
CPI		1.552***	0.597	0.169*	1.139
IR		-0.241**	0.147	-0.189**	0.549
Tính năng động ngắn hạn (Hệ số ngắn hạn)					
Tốc độ điều chỉnh		-0.202***	0.027	-0.198***	0.023
ΔGPI		0.116*	0.338	0.055*	0.038
ΔWI		0.674***	0.085	0.642***	0.082
ΔER		0.918***	0.297	0.789**	0.292
ΔCPI		-1.226*	0.738	-1.294*	0.733
ΔIR		-0.947*	0.539	-0.971	0.537

$\Delta SI(-1)$	0.209**	0.163	0.202*	0.116
C (constant)	0.109*	0.105	0.107**	0.108
Số quan sát	924		924	
Số nước	6		6	
Hausman Test	6.81			
Pvalue	0.4601			

(Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả)

Tiêu chí thông tin của Akaike - AIC (Akaike, 1974) được sử dụng để xác định số độ trễ tối ưu cho từng biến trong tất cả các mô hình bằng cách tham chiếu và kết quả thu được là 1 khi lấy số lượng độ trễ tối đa là 2.

Kết quả mô hình PMG khoảng 20.2% sự mất cân bằng trong một quý sẽ cải thiện trong tháng tiếp theo và tiếp cận số dư dài hạn. Hay hệ số điều chỉnh sai số ECT là -0.202 phản ánh khoảng thời gian mà LSI sẽ trở lại trạng thái cân bằng. Theo kiểm định của Hausman, với giả thuyết H_0 công cụ ước tính PMG có hiệu quả hơn công cụ ước tính MG, vì có p-value > mức ý nghĩa α (5%), nên không thể bác bỏ giả thuyết này. Như vậy, có thể kết luận PMG là công cụ ước lượng hiệu quả hơn MG và những phân tích tiếp theo sẽ dựa trên kết quả của mô hình PMG.

Kết quả ước tính của PMG cho thấy biến GPI có tác động âm đến SI về dài hạn và dương trong ngắn hạn; WI có ý nghĩa dương đáng kể với SI trong ngắn hạn và dài hạn; ER có tác động âm về dài hạn đến SI còn trong ngắn hạn có tác động dương; CPI về dài hạn có tác động tích cực đến SI nhưng trong ngắn hạn lại có tác động tiêu cực; trong khi đó, IR có tác động âm trong cả dài hạn và ngắn hạn đến SI.

Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy giá cả hàng hóa toàn cầu có tác động ngược chiều ở Thái Lan với mức ý nghĩa 5% và Việt Nam với mức ý nghĩa 10%. Đối với các nước còn lại, ngoại trừ thị trường chứng khoán Malaysia, giá cả hàng hóa toàn cầu có ảnh hưởng cùng chiều đến thị trường chứng khoán Phillipin, Singapore, Thái Lan với mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 5% và 10%. Có thể thấy thị trường chứng khoán mỗi nước Đông Nam Á được lựa chọn có phản ứng khác nhau trước tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu.

Bảng 4.14 Kết quả hệ số ngắn hạn của một số nước Đông Nam Á được lựa chọn

	Indonesia	Malaysia	Philippin	Singapore	Thái Lan	Việt Nam
$\Delta SI(-1)$	0.347** 0.044	-0.033 0.152	-0.052 0.276	0.205** 0.057	-0.131** 0.037	0.107* 0.186
ΔGPI	-0.152** 0.032	0.078 0.105	0.249* 0.072	0.146** 0.045	0.103* 0.079	-0.121* 0.051
ΔWI	0.631*** 0.000	0.557*** 0.000	0.564*** 0.000	0.825*** 0.000	0.418*** 0.000	0.995*** 0.000
ΔER	-0.973***	0.485**	-1.312***	0.204*	-2.099***	-0.736

	0.000	0.049	0.000	0.039	0.000	0.277
ΔCPI	-0.294* 0.076	-2.019*** 0.000	-3.399*** 0.000	-2.344*** 0.002	1.667* 0.067	-0.938* 0.053
ΔIR	-1.711*** 0.000	-0.303* 0.081	-0.647*** 0.004	-3.373* 0.062	-0.703*** 0.000	-0.129** 0.041
Tốc độ điều chỉnh	-0.198*** 0.000	-0.169*** 0.000	-0.170*** 0.003	-0.216*** 0.000	-0.159** 0.014	-0.334*** 0.000
C(const)	-0.115* 0.082	0.132* 0.087	0.167** 0.035	0.206* 0.071	0.231** 0.042	0.328* 0.059

(Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả)

4.2.3.2 Kết quả nghiên cứu tác động của giá nông nghiệp, giá năng lượng, giá kim loại đến thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á.

Bảng 4.15 Kết quả đánh giá tác động của giá nông nghiệp, giá năng lượng, giá kim loại đến thị trường chứng khoán một số nước Đông Nam Á từ các ước tính PMG và MG.

Biến phụ thuộc: LSI	MH 3.4 (API+)				MH 3.5 (EPI+)				MH 3.6 (MPI+)			
	PMG		MG		PMG		MG		PMG		MG	
	Coefficients	Std. Error	Coefficients	Std. Error	Coefficients	Std. Error	Coefficients	Std. Error	Coefficients	Std. Error	Coefficients	Std. Error
Các vector đồng liên kết dài hạn (Hệ số dài hạn)												
API	0.137***	0.190	0.128**	0.120								
EPI					-0.283***	0.078	-0.207***	0.066				
MPI									-0.204***	0.104	-0.195***	0.028
WI	0.799***	0.125	0.883***	0.117	0.669***	0.117	0.712***	0.076	0.676***	0.121	0.750***	0.118
ER	-1.256***	1.320	-1.093*	0.402	-0.387**	0.039	-0.438**	0.342	-0.249**	0.279	-0.501***	0.748
CPI	1.586**	1.638	1.396	1.068	1.777***	0.546	0.536**	0.987	0.313*	0.526	1.221	0.747
IR	-0.352**	0.610	-0.292	0.501	-0.221**	0.241	0.540	0.129	-0.207**	0.165	-0.213	0.431
Tính năng động ngắn hạn (Hệ số ngắn hạn)												
Tốc độ điều chỉnh	-0.163***	0.026	-0.199***	0.103	-0.179***	0.039	-0.205***	0.034	-0.212***	0.025	-0.194***	0.029
$\Delta SI(-1)$	-0.206*	0.157	-0.179*	0.165	-0.012	0.018	-0.019	0.012	0.368***	0.121	0.305***	0.104
ΔAPI	0.086	0.124	0.093	0.121								
ΔEPI					-0.105**	0.208	0.102*	0.239				
ΔMPI									0.163***	0.035	0.157***	0.040
ΔWI	0.709***	0.120	0.671***	0.108	0.664***	0.077	0.637***	0.074	0.595***	0.810	0.563***	0.066
ΔER	1.017***	0.331	-0.897***	0.341	0.902***	0.300	0.794***	0.294	0.780***	0.299	0.706**	0.289
ΔCPI	-1.218*	0.678	-1.324**	0.664	-1.240*	0.694	-1.291*	0.697	-1.222*	0.680	-1.309*	0.703
ΔIR	-0.848*	0.514	-0.860	0.508	-0.943*	0.531	-0.957*	0.524	-0.620**	0.316	-0.622**	0.580
C (constant)	0.103**	0.108	0.160*	0.100	-0.114*	0.106	-0.118**	0.086	-0.103*	0.102	0.101*	0.105
Số quan sát	924		924		924		924		924		924	
Số nước	6		6		6		6		6		6	

Hausman	6.13	5.96	8.22
Test			
Pvalue	0.4007	0.3291	0.5403

(Nguồn: Kết quả tính toán từ phần mềm STATA)

Kiểm định Hausman (Yerdelen, 2013) được sử dụng để lựa chọn công cụ ước tính MG hay PMG, với giả thuyết H_0 công cụ ước tính PMG có hiệu quả hơn công cụ ước tính MG. Ở cả 3 mô hình đều có p-value > mức ý nghĩa α (5%), nên không thể bác bỏ giả thuyết này. Như vậy, có thể kết luận PMG là công cụ ước lượng hiệu quả hơn MG ở cả ba mô hình đánh giá tác động của chỉ số giá nông nghiệp, giá năng lượng và giá kim loại đến chỉ số thị trường chứng khoán Đông Nam Á, cho nên những phân tích tiếp theo sẽ dựa trên kết quả của mô hình PMG.

Kết quả cho thấy biến API có tác động tích cực đến SI trong dài hạn với mức ý nghĩa 1% nhưng không ảnh hưởng trong ngắn hạn. Theo đó, khi chỉ số giá nông nghiệp tăng sẽ điều chỉnh chỉ số thị trường chứng khoán tăng Đông Nam Á trong dài hạn.

Biến EPI có tác động tiêu cực đến SI trong dài hạn với mức ý nghĩa 1% và ngắn hạn với mức ý nghĩa 5%, nghĩa là khi chỉ số giá năng lượng tăng sẽ khiến chỉ số giá thị trường chứng khoán giảm và ngược lại.

Biến MPI có tác động tiêu cực đến SI với mức ý nghĩa 1% về dài hạn, hay mức tăng trong biến chỉ số giá kim loại sẽ làm chỉ số thị trường chứng khoán giảm. Trong ngắn hạn, giá kim loại cũng có ảnh hưởng đến chỉ số thị trường chứng khoán Đông Nam Á với mức ý nghĩa 1%.

4.3 Thảo luận kết quả nghiên cứu.

4.3.1 Tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu đến thị trường chứng khoán nhóm các nước Đông Nam Á.

Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng giá cả hàng hóa toàn cầu có tác động tiêu cực đến chỉ số giá thị trường chứng khoán Đông Nam Á trong dài hạn. Trong điều kiện hội nhập ngày càng sâu rộng vào nền kinh tế thế giới của các nước trong khu vực Đông Nam Á, thì sự biến động của giá hàng hóa toàn cầu sẽ không chỉ gây ra ảnh hưởng trực tiếp đến nhập khẩu hàng hóa của các nước mà còn tạo ra những ảnh hưởng gián tiếp đến giá cả hàng hóa trong nước. Bên cạnh đó, đối với các công ty bị phụ thuộc vào việc nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào thì khi giá cả hàng hóa toàn cầu tăng, chi phí nhập hàng tăng, khiến chi phí đầu vào tăng đồng thời tác động đến tổng chi phí, doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp trong nền kinh tế, cũng như các công ty trên thị trường chứng khoán. Như vậy, trong dài hạn thị trường chứng khoán nhóm các nước Đông Nam Á dù không đáng kể cũng chịu ảnh hưởng từ giá cả hàng hóa toàn cầu, điều này cũng phù hợp với nghiên cứu của Robert J. & Luc S. (2009), Kang W. và cộng sự (2018), Basher S. A. và cộng sự (2019).

Trong ngắn hạn, chỉ số giá cả toàn cầu có tác động dương đến thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á, nghĩa là chỉ số giá hàng hóa thế giới có ảnh hưởng cùng chiều nhất định đối

với thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á. Như vậy, cùng với việc các nước Đông Nam Á là đều đạt tiến bộ trong xuất khẩu, trong đó Thái Lan, Việt Nam có sự bứt phá hơn hẳn, đồng thời do xu hướng toàn cầu hóa và hội nhập với các nền kinh tế thế giới, hàng hóa xuất khẩu ra thế giới của các quốc gia Đông Nam Á cũng chịu ảnh hưởng khi giá cả hàng hóa thế giới biến động. Do đó, những biến động tăng của giá cả hàng hóa toàn cầu cũng tạo động lực cho các công ty xuất khẩu, vừa làm tăng biên lợi nhuận của công ty, vừa tạo thông tin thuận lợi dẫn đến giá cổ phiếu công ty thuộc ngành xuất khẩu nói riêng và chỉ số giá chứng khoán cũng có hướng khởi sắc. Như vậy, các nghiên cứu của Elena F. và cộng sự (2014), Lukman O. & Dauda Y. (2019) cũng cho rằng giá cả hàng hóa thế giới tăng trong ngắn hạn tạo động lực cho thị trường chứng khoán nhiều nước nói riêng và toàn cầu tăng mạnh.

4.3.2 Tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu và các yếu tố kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán từng quốc gia Đông Nam Á được lựa chọn.

Kết quả nghiên cứu cho thấy giá cả hàng hóa toàn cầu gây ra ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán Singapore, Thái Lan, Indonesia, Philippines và Việt Nam. Đối với nền kinh tế hội nhập, các biến động của thị trường thế giới luôn có mối tương quan tới thị trường nội địa. Những tác động này được biểu hiện rất nhanh chóng thông qua chỉ số giá chứng khoán các nước Đông Nam Á mà không xảy ra đối với Malaysia. Phát hiện này cho thấy, thị trường chứng khoán Malaysia có thể cung cấp một hàng rào hữu hiệu trước những biến động của thị trường hàng hóa thế giới hay thị trường này có hiệu quả về mặt thông tin đối với giá cả hàng hóa toàn cầu. Tuy nhiên, hiệu ứng bảo hiểm rủi ro này không xảy ra trong trường hợp của Singapore, Thái Lan, Indonesia, Philippines và Việt Nam.

Các biến kinh tế vĩ mô khác cũng có những ý nghĩa khác nhau đối với thị trường chứng khoán từng nước Đông Nam Á. Trong đó, biến chỉ số chứng khoán toàn cầu của MSCI có tác động tích cực đáng kể đến thị trường chứng khoán ở cả sáu nước Đông Nam Á được lựa chọn. Như vậy, thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á có sự hội nhập và chịu ảnh hưởng bởi thị trường chứng khoán thế giới.

Đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, giá cả hàng hóa toàn cầu tác động âm, cho thấy sự gia tăng của giá cả hàng hóa thế giới trong ngắn hạn đi kèm tín hiệu bất ổn dễ gây lo ngại khiến các nhà đầu tư bán tháo cổ phiếu hàng hóa, đã dẫn đến phản ứng tiêu cực cho giá cổ phiếu ngành hàng nói riêng và chỉ số giá chứng khoán nói chung. Thêm nữa, sự tăng giá của giá cả hàng hóa thế giới có thể tác động đến giá cả hàng hóa trong nước, tạo ra áp lực lạm phát trong nước lớn lên, từ đó gia tăng rủi ro lên thị trường chứng khoán Việt Nam. Giá cả hàng hóa thế giới tăng cũng khiến các doanh nghiệp phụ thuộc hàng nước ngoài bị ảnh hưởng. Cụ thể, các công ty trong lĩnh vực vận chuyển, sản xuất thức ăn chăn nuôi hay sản xuất các sản phẩm có đầu vào từ xăng dầu cũng bị ảnh hưởng đáng kể khi giá nguyên liệu này trên thế giới tăng mạnh, trong khi Việt Nam

là nước nhập khẩu xăng dầu. Thực tế, giá xăng dầu tăng cao gây ảnh hưởng gián tiếp đến hầu hết các ngành thông qua chi phí logistic và vận chuyển. Bên cạnh đó, thị trường chứng khoán Việt Nam chịu ảnh hưởng bởi chỉ số giá chứng khoán toàn cầu của MSCI, đối với các biến vĩ mô nội địa thì lãi suất cho vay và tỷ lệ lạm phát cũng có những chi phối nhất định đến chỉ số giá chứng khoán.

4.3.3 Tác động của giá cả nông nghiệp, giá năng lượng, giá kim loại đến thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á.

Khi chỉ số giá nông nghiệp tăng sẽ điều chỉnh chỉ số thị trường chứng khoán tăng Đông Nam Á trong dài hạn. Các nước Đông Nam Á là nhà xuất khẩu mạnh các mặt hàng nông nghiệp như gạo, cà phê, cao su, gỗ, bông, ... do đó sự tăng giá của các hàng hóa này trên thế giới ít nhiều có tác dụng kích thích tăng trưởng xuất khẩu, làm tăng doanh thu và lợi nhuận cho các công ty xuất khẩu mặt hàng tương ứng, từ đó cũng ảnh hưởng đến giá chứng khoán của công ty này và tạo ra những tác động tích cực đến chỉ số giá chứng khoán các nước Đông Nam Á.

Hàng hóa năng lượng gồm dầu thô, khí tự nhiên hay than được coi là nguyên liệu đầu vào trong quá trình sản xuất. Do đó, ít nhiều thì nền kinh tế của mọi quốc gia trên thế giới đều phụ thuộc trực tiếp hoặc gián tiếp vào nguồn nhiên liệu này trong đó có các nước Đông Nam Á

Về cơ bản, khi giá kim loại quý giảm, người dân sẽ có xu hướng đầu tư vào thị trường chứng khoán nhiều hơn, làm tăng giá chứng khoán. Ngược lại, khi giá kim loại quý tăng, nhà đầu tư sẽ có xu hướng đầu tư nhiều hơn vào thị trường kim loại quý dẫn đến việc giảm giá cổ phiếu.

CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

5.1 Kết luận

Nghiên cứu có mục tiêu chung là đánh giá tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu và các biến kinh tế vĩ mô khác đến thị trường chứng khoán Đông Nam Á. Từ mục tiêu chung này, nghiên cứu đã phát triển thành các mục tiêu cụ thể bao gồm: (1) Đánh giá tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu đến thị trường chứng khoán Đông Nam Á; (2) Đánh giá tác động của các biến biến kiểm soát khác gồm chỉ số chứng khoán toàn cầu, tỷ giá hối đoái, lạm phát, lãi suất đến thị trường chứng khoán Đông Nam Á; (3) Đánh giá tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu đến chỉ số giá thị trường chứng khoán từng nước Đông Nam Á được lựa chọn; (4) Đánh giá tác động từ các yếu tố thành phần của giá cả hàng hóa toàn cầu gồm giá nông nghiệp, giá năng lượng và giá kim loại đến thị trường chứng khoán Đông Nam Á.

Với mục tiêu thứ nhất là đánh giá tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu đến thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á. Điều này có nghĩa là phải có một cái nhìn tổng quát về việc liệu sai số của các biến có di chuyển theo cùng một hướng hay không. Do đó, tất cả các biến độc lập gồm giá cả hàng hóa toàn cầu và các biến vĩ mô khác được xem xét cùng một lúc trong phân tích. Trong

chương trước, hệ số hồi quy cho từng biến độc lập được ước tính. Kết quả nghiên cứu từ ước lượng DGMM cho thấy giá cả hàng hóa toàn cầu có tác động đến thị trường chứng khoán Đông Nam Á. Khi giá cả hàng hóa toàn cầu biến động dẫn đến những hệ lụy đối với các công ty đa quốc gia, phản ứng của người tiêu dùng, nền kinh tế các nước và thị trường chứng khoán. Kết quả nghiên cứu này phù hợp kết quả của các nghiên cứu trước (Kang W. và cộng sự, 2018; Ghaderi S. & Shahrazi M, 2020).

Kết quả mô hình PMG cho thấy ảnh hưởng tiêu cực của giá cả hàng hóa toàn cầu và thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á được lựa chọn trong dài hạn, kết quả này phù hợp với nghiên cứu Robert J. & Luc S. (2001), Nabila Nisha (2016), Lukman O. và Dauda Y. (2019). Đồng thời, theo giả thuyết thị trường hiệu quả, giả định rằng giá cổ phiếu chứa thông tin công khai và không thể dự báo giá cổ phiếu bằng cách sử dụng thông tin này hoặc bằng cách sử dụng chỉ số giá của thị trường khác. Nếu hai thị trường không có đồng tích hợp, điều đó có nghĩa là giả thuyết thị trường hiệu quả đã bị vi phạm vì một thị trường chứa đầy đủ thông tin để người ta có thể dự đoán hành vi của thị trường tài chính khác. Kết quả nghiên cứu cho thấy có sự đồng tích hợp giữa hai thị trường, thì tổn thất trên thị trường này không thể được bù đắp bằng lợi nhuận ở thị trường khác và nó cũng làm giảm số lượng tài sản có sẵn cho các nhà đầu tư mà từ đó họ có thể phòng ngừa rủi ro. Do tác động từ giá hàng hóa toàn cầu đến thị trường chứng khoán Đông Nam Á là không nhiều, nên có thể kết luận cả hai thị trường đều tương đối độc lập và mang lại cơ hội tốt cho các nhà đầu tư để đa dạng hóa danh mục đầu tư của họ. Trong ngắn hạn, giá cả hàng hóa toàn cầu có tác động dương nhưng không đáng kể đối với thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á được chọn. Kết quả này cũng phù hợp với nghiên cứu Elena F. và cộng sự (2014), Lukman O. và Dauda Y. (2019).

Bên cạnh đó, chỉ số chứng khoán toàn cầu của MSCI có tác động đáng kể đến thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á trong cả dài hạn và ngắn hạn. Điều này cho thấy thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á đã có những chuyển đổi trong quá trình toàn cầu hóa và sự biến động trong một thị trường lớn sẽ mang lại hiệu quả liên quan trong nhóm các thị trường mới nổi như được phân tích trong nghiên cứu này. Các yếu tố kinh tế vĩ mô trong nước gồm tỷ giá hối đoái, tỷ lệ lạm phát, lãi suất cho vay cũng có tác động trong dài hạn với thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á. Tỷ lệ lạm phát cũng có tác động âm đến thị trường chứng khoán trong ngắn hạn và tác động dương trong dài hạn. Kết quả này hàm ý rằng mặc dù lạm phát tăng thể hiện sự bất ổn trong nền kinh tế, ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường chứng khoán trong ngắn hạn, nhưng trong dài hạn, thị trường sẽ phân bổ hiệu quả các nguồn lực bằng cách điều chỉnh tăng theo mức giá tăng chung. Cổ phiếu là một hàng rào chống lạm phát khá tốt, nhưng chỉ trong dài hạn. Còn trong ngắn hạn, lạm phát và giá cổ phiếu hoàn toàn có thể có mối quan hệ ngược chiều. Lạm

phát tăng có thể khiến giá cổ phiếu giảm, và ngược lại. Đúng là có bằng chứng về việc thị trường chứng khoán đã giúp nhà đầu tư tránh rủi ro lạm phát trong một thời gian dài.

Như vậy, các kết quả thu được từ các mô hình DGMM và PMG cho thấy rằng chỉ số giá thị trường chứng khoán Đông Nam Á chịu ảnh hưởng từ giá cả hàng hóa toàn cầu và các yếu tố kinh tế vĩ mô. Như vậy, có thể do thị trường chứng khoán ASEAN khá nhạy cảm với các thay đổi trong hoạt động kinh tế. Giá cả hàng hóa có một số tác động tích cực cũng như tiêu cực đến hoạt động của thị trường chứng khoán. Điều này chứng tỏ rằng lập luận thị trường tài chính là hiệu quả không thể được duy trì theo kinh nghiệm đối với các nền kinh tế Đông Nam Á.

Với mục tiêu thứ hai, luận án cũng đánh giá tác động của chỉ số giá cả hàng hóa toàn cầu đến thị trường chứng khoán từng quốc gia Đông Nam Á bao gồm Indonesia, Malaysia, Philippin, Singapore, Thái Lan, Việt Nam. Giá cả hàng hóa toàn cầu gây ra ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán Singapore, Thái Lan, Indonesia, Philippines và Việt Nam. Các biến kinh tế vĩ mô khác cũng có những ý nghĩa khác nhau đối với thị trường chứng khoán từng nước Đông Nam Á. Riêng thị trường chứng khoán Malaysia có hiệu quả về mặt thông tin với giá cả hàng hóa toàn cầu. Chỉ số chứng khoán toàn cầu của MSCI có tác động tích cực đến thị trường chứng khoán ở cả sáu nước Đông Nam Á được lựa chọn. Tỷ giá hối đoái có tác động âm đáng kể đến thị trường chứng khoán các nước Thái Lan, Indonesia, Malaysia và Philippines. Chỉ số giá tiêu dùng nội địa tác động tích cực đối với thị trường chứng khoán Singapore, Thái Lan; tác động tiêu cực với thị trường chứng khoán Indonesia; tác động không đáng kể đến thị trường chứng khoán Malaysia, Philippines và Việt Nam. Trong khi đó, lãi suất có ý nghĩa âm đối với thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á được lựa chọn, ngoại trừ Philippin. Đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, giá cả hàng hóa toàn cầu và tỷ lệ lạm phát có tác động dương, chỉ số chứng khoán toàn cầu của MSCI có mối liên hệ tích cực với thị trường chứng khoán, nhưng lãi suất cho vay lại có ảnh hưởng ngược chiều. Điều này chứng tỏ ngoại trừ chỉ số giá chứng khoán toàn cầu của MSCI, thị trường chứng khoán Việt Nam bị chi phối nhưng quá nhiều bởi chỉ số giá cả hàng hóa toàn cầu và các biến kinh tế vĩ mô nội địa như lãi suất cho vay và tỷ lệ lạm phát.

Mục tiêu thứ ba là xem xét tác động từ các yếu tố thành phần giá cả hàng hóa toàn cầu gồm giá nông nghiệp, giá năng lượng, giá kim loại đến thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á. Kết quả mô hình PMG cho thấy chỉ số giá nông nghiệp có ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á được chọn nhưng trong dài hạn nhưng không có ý nghĩa trong ngắn hạn. Đồng thời, có sự tác động tiêu cực của giá năng lượng đến thị trường chứng khoán Đông Nam Á trong cả trong dài và ngắn hạn. Ngoài ra, giá kim loại chỉ có tác động tiêu cực đáng kể đến chỉ số thị trường chứng khoán Đông Nam Á trong dài hạn nhưng về ngắn hạn có ảnh hưởng không đáng kể. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu của Robert J. & Luc S. (2009), Wang Y. và cộng sự (2013). Do đó, khả năng chênh lệch giá bị loại trừ và thị trường chứng khoán của các quốc gia

Đông Nam Á được lựa chọn có thể được coi là hiệu quả về mặt thông tin đối với giá nông nghiệp trong ngắn hạn.

Nghiên cứu này rất quan trọng đối với các nhà đầu tư nước ngoài cũng như trong nước về đa dạng hóa danh mục đầu tư và quản lý rủi ro. Nó góp phần tranh luận về vấn đề hội nhập và phân khúc thị trường. Nghiên cứu được thực hiện bằng phương pháp hồi quy đa biến được áp dụng từ các nghiên cứu trong quá khứ để làm rõ kết quả mâu thuẫn trong loại hình đầu tư này. Phần tiếp theo đưa ra gợi ý cho các nhà làm chính sách, nhà đầu tư, nhà quản lý trước phản ứng của thị trường chứng khoán mỗi khi có tin tức về việc sự biến động của giá cả hàng hóa toàn cầu và yếu tố kinh tế vĩ mô được công bố.

5.2 Hàm ý chính sách

Kết quả nghiên cứu cho thấy, giá cả hàng hóa toàn cầu có liên quan đáng kể đến chỉ số thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á. Do đó, các ngân hàng trung ương nên sử dụng biến vĩ mô nội địa như công cụ để điều tiết nền kinh tế. Giá cả hàng hóa toàn cầu có tác động âm không đáng kể trong dài hạn và dương trong ngắn hạn với thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á. Bên cạnh đó, giá nông nghiệp, giá năng lượng và giá kim loại cũng có ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán Đông Nam Á cả về dài hạn và ngắn hạn, ngoại trừ giá nông nghiệp không có ý nghĩa trong ngắn hạn. Ngoài ra, chỉ số thị trường chứng khoán toàn cầu cũng tác động đáng kể của lên chỉ số thị trường chứng khoán Đông Nam Á cả trong ngắn và dài hạn. Do đó, bất kỳ nghiên cứu nào không bao gồm chỉ số thị trường chứng khoán toàn cầu sẽ bỏ lỡ một biến số quan trọng trong phân tích hồi quy. Các nhà hoạch định chính sách cần theo dõi các cả các yếu tố vĩ mô bên ngoài như giá cả hàng hóa toàn cầu, giá nông nghiệp, giá năng lượng, giá kim loại và chỉ số chứng khoán toàn cầu để dự báo tác động tiềm năng của chúng đến thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á khi có bất kỳ thay đổi nào xảy ra. Riêng giá nông nghiệp không có ảnh hưởng đến chỉ số thị trường chứng khoán Đông Nam Á trong ngắn hạn, hàm ý chính sách của phát hiện này là những thay đổi về giá nông nghiệp không thể dự đoán giá thị trường chứng khoán Đông Nam Á. Do đó, khả năng chênh lệch giá bị loại trừ và thị trường chứng khoán của các nước có thể được coi là hiệu quả về mặt thông tin đối với giá nông nghiệp. Điều này cũng có ý nghĩa chính sách quan trọng đối với các nhà đầu tư tổ chức trong và ngoài nước và các nhà quản lý danh mục đầu tư vì phát hiện trên có thể hỗ trợ trong việc cấu trúc danh mục đầu tư giao dịch chặt chẽ. Như vậy, sự vận động của thị trường vốn không thể tách rời sự biến động của giá cả hàng hóa. Việc hiểu được tầm quan trọng của mối quan hệ giữa giá cả hàng hóa toàn cầu và diễn biến thị trường chứng khoán ở các nước Đông Nam Á được kỳ vọng sẽ là thông tin quan trọng cho các nhà đầu tư trong việc đa dạng hóa rủi ro tài sản tài chính và thực hiện các bước trung gian để giảm thiểu thiệt hại do biến động của giá hàng hóa thế giới.

Những tác động đáng kể trong cả ngắn và dài hạn của chỉ số chứng khoán toàn cầu đến chỉ số thị trường chứng khoán cũng làm nổi bật tầm quan trọng của các cú sốc bên ngoài đối với thị trường chứng khoán Đông Nam Á, đồng thời thể hiện khả năng hội nhập của thị trường chứng khoán các nước này với thị trường chứng khoán thế giới. Các nhà đầu tư trên các thị trường này bên cạnh thị trường trong nước có thể phải nhìn xa hơn đến cả môi trường kinh tế toàn cầu để xác định mức độ rủi ro đầy đủ của họ, đặc biệt là đa dạng hóa danh mục đầu tư. Bởi sự hội nhập ngày càng tăng của các thị trường này với nền kinh tế toàn cầu có thể làm tăng khả năng đối mặt với các cú sốc bên ngoài như đảo chiều vốn và hoạt động của thị trường vốn quốc tế. Xem xét bản chất bên ngoài của các biến số toàn cầu này, các nhà hoạch định chính sách trong nước có thể thiết kế cơ chế để hạn chế hay chống lại các cú sốc toàn cầu. Việc xây dựng chính sách thận trọng, trình tự và thực hiện hiệu quả có thể giúp giảm thiểu cũng như loại bỏ các tác động bất lợi của chúng. Để duy trì thị trường chứng khoán trong nước lành mạnh, chính quyền từng nước Đông Nam Á được lựa chọn đưa ra những chiến lược riêng trong việc theo dõi giá cả hàng hóa toàn cầu, chỉ số chứng khoán toàn cầu, cùng việc kiểm soát các yếu tố vĩ mô nội địa.

Indonesia

Malaysia

Philippin

Singapore

Thái Lan

Việt Nam

Kết quả nghiên cứu cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam khá nhạy cảm đối với giá cả hàng hóa toàn cầu. Sự gia tăng của giá cả hàng hóa thế giới đã phần nào tạo động lực cho hoạt động của công ty, dẫn đến phản ứng tích cực của giá cổ phiếu nói riêng và chỉ số giá chứng khoán nói chung. Ngày nay, sự vận động của thị trường vốn không thể tách rời sự biến động của giá cả hàng hóa và các biến số kinh tế vĩ mô toàn cầu. Việc hiểu được tầm quan trọng của mối quan hệ giữa các biến số kinh tế vĩ mô với thị trường chứng khoán được kỳ vọng sẽ là thông tin quan trọng cho các nhà đầu tư và các nhà hoạch định chính sách. Các chính sách có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế, đặc biệt trong việc đa dạng hóa rủi ro tài sản tài chính và thực hiện các bước trung gian để giảm thiểu thiệt hại do biến động của giá hàng hóa thế giới.

Chỉ số chứng khoán toàn cầu của MSCI có mối quan hệ tích cực với thị trường chứng khoán, đã cho thấy bước tiến của thị trường chứng khoán Việt Nam trong quá trình hội nhập với nền kinh tế và thị trường chứng khoán toàn cầu. Vấn đề đặt ra là các nhà làm chính sách cần theo dõi các biến vĩ mô thế giới như giá cả hàng hóa hay chỉ số chứng khoán toàn cầu để có những hướng điều chỉnh phù hợp cho nền kinh tế và thị trường chứng khoán trong nước.

Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu từ mô hình cũng cho thấy chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam cũng có phản ứng đối với sự thay đổi của giá hàng hóa trong nước. Nghĩa là khi có sự gia tăng từ CPI sẽ làm chỉ số chứng khoán phản ứng giảm. Đây là bằng chứng thực nghiệm làm cơ sở tham khảo cho các nhà hoạch định chính sách trong việc duy trì một tỷ lệ lạm phát vừa phải cho nền kinh tế để không những giúp ổn định kinh tế vĩ mô, kích thích doanh nghiệp mở rộng sản xuất, gia tăng việc làm mà còn thúc đẩy sự phát triển ổn định của thị trường chứng khoán.

Thị trường chứng khoán Việt Nam cũng chịu tác động đáng kể từ lãi suất. Cho nên, các nhà làm chính sách có thể sử dụng lãi suất nhằm ít nhiều tạo ra những điều tiết lên giá cổ phiếu, từ đó làm giảm nguy cơ hình thành bong bóng giá chứng khoán, ngăn ngừa khủng hoảng xảy ra.

Ngoài ra, để thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển bền vững, trở thành kênh huy động vốn hiệu quả, phát huy tăng trưởng kinh tế, luận án xin đề xuất một số gợi ý cho các nhà hoạch định chính sách như sau:

- *Phát triển thị trường trái phiếu trong nước.* Thực tế cho thấy, đối với mỗi quốc gia, thị trường trái phiếu là cơ sở hạ tầng quan trọng cho việc quản lý nợ công. Thị trường trái phiếu có phát triển thì tính thanh khoản của trái phiếu chính phủ mới cao, qua đó thu hút được các nguồn vốn nhân rồi của các khu vực khác trong nền kinh tế. Vấn đề cấp bách là các cơ quan quản lý nhà nước, đặc biệt là Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cần đánh giá thực trạng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp để có sự phối hợp chặt chẽ trong việc kiểm soát rủi ro, minh bạch thông tin, để thị trường trái phiếu - kênh huy động vốn hiệu quả cho nền kinh tế và quyền lợi của nhà đầu tư được bảo đảm.

- *Quản lý dòng vốn nước ngoài trên thị trường chứng khoán.* Trong việc huy động các nguồn vốn đầu tư cho nền kinh tế, đặc biệt là các nguồn vốn nước ngoài, cần duy trì và cân bằng hợp lý giữa tín dụng quốc tế, vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài và dự trữ ngoại hối. Việc điều hành các chính sách tín dụng và chính sách tỷ giá cần được xem xét trong các kịch bản khác nhau về dòng vốn đầu tư nước ngoài nhằm đạt được các mục tiêu vĩ mô cuối cùng.

- *Đẩy mạnh nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam.* Các tiêu chí mà Việt Nam cần cải thiện gồm giới hạn sở hữu nước ngoài tại lĩnh vực có điều kiện; quyền bình đẳng đầu tư nước ngoài liên quan thông tin tiếng Anh và room sở hữu; mức độ tự do hóa thị trường ngoại hối; đăng ký mở tài khoản phải có chấp thuận VSD; quy định thị trường và dòng thông tin bằng tiếng Anh và thanh toán bù trừ không có thấu chi và ứng trước tiền.

- *Tiếp tục tham gia chương trình phát triển thị trường vốn ASEAN.* Để thúc đẩy hội nhập khu vực hơn nữa, ACMF đã thiết lập chương trình hành động tầm nhìn 2025 (gọi tắt là ACMF 2025) với mục tiêu là một thị trường vốn ASEAN liên kết, toàn diện và kiên cường, bao gồm hai kế hoạch hành động trong thời gian 10 năm với một số mục tiêu ưu tiên chính như: Cải thiện cơ sở hạ tầng và kết nối khu vực, tăng cường sự gắn kết trong các quy định và thực tiễn; tăng cường

sự tham gia của nhà đầu tư, thúc đẩy sự tương tác, hợp tác và phối hợp giữa các nước trong khu vực và các bên liên quan.

- *Thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam hợp tác và hội nhập quốc tế.* Hội nhập quốc tế của TTCK là một phần không thể thiếu, góp phần quan trọng nâng cao vị thế của Việt Nam tại các diễn đàn, tổ chức quốc tế, nâng cao mức độ tín nhiệm quốc gia, thu hút sự quan tâm của cộng đồng đầu tư quốc tế, đồng thời củng cố và mở rộng quan hệ hợp tác với cơ quan quản lý TTCK các nước.

5.3 Hạn chế nghiên cứu và hướng nghiên cứu tiếp theo

Các kết quả nghiên cứu cho thấy các thị trường đang phát triển cũng nhạy cảm biến động của giá cả hàng hóa thế giới. Thị trường hàng hóa toàn cầu cùng thị trường chứng khoán vừa trải qua biến động do dịch Covid-19, các nghiên cứu kế tiếp có thể bổ sung đánh giá tác động của giá cả hàng hóa đến thị trường chứng khoán trong bối cảnh đại dịch.

Các nghiên cứu tiếp theo có thể thu thập dữ liệu của từng nhóm ngành cụ thể trên thị trường chứng khoán từng quốc gia Đông Nam Á, thực hiện hồi qui dữ liệu bảng nhằm đánh giá mức độ tác động của các yếu tố kinh tế vĩ mô cả trong nước và toàn cầu đến chỉ số thị trường từng nhóm ngành cụ thể.

Các nghiên cứu trong tương lai cũng có thể thay đổi bằng cách sử dụng thêm các biến số toàn cầu khác, như sản xuất công nghiệp toàn cầu, lợi nhuận thị trường chứng khoán thế giới, rủi ro toàn cầu, ... Việc thêm các biến số khác có thể giúp đánh giá rõ hơn ảnh hưởng của các biến vĩ mô toàn cầu đến thị trường chứng khoán các nước Đông Nam Á.

Cũng nên làm một cuộc điều tra về vấn đề này bằng cách chọn các quốc gia khác nhau hoặc các địa phương khác nhau để so sánh mức độ tác động đến từng nhóm, ví dụ như nhóm các nước thị trường mới nổi ở Châu Âu với nhóm các nước thị trường mới nổi ở Châu Mỹ hay nhóm các nước thị trường mới nổi Châu Á. Điều này là do các vùng khác nhau cung cấp mức độ nền kinh tế khác nhau cho một quốc gia và kết quả có thể thay đổi cho các vùng khác nhau. Để từ đó so sánh phản ứng của các thị trường chứng khoán nhóm các nước đang phát triển ở các châu lục khác nhau đối với các yếu tố kinh tế vĩ mô toàn cầu cũng như trong nước.

Hơn nữa, trong tương lai có thể mở rộng nghiên cứu này bằng cách bao gồm tất cả các nước ASEAN, cũng như tìm kiếm mối quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước với thị trường chứng khoán.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ

Tạp chí khoa học

1. Bùi Đỗ Phúc Quyên (2021). Kiểm định ảnh hưởng của giá cả hàng hóa toàn cầu đến thị trường chứng khoán Đông Nam Á trong dài hạn. *Tạp chí Khoa học và Công nghệ, Đại học Đà Nẵng*, Số 19(2), 22-25.
2. Bùi Đỗ Phúc Quyên (2020). Tác động của giá cả hàng hóa toàn cầu đến thị trường chứng khoán Đông Nam Á. *Tạp chí Khoa học Yersin*, Số 8(3), 32-39.

Kỷ yếu hội thảo quốc tế

1. Bùi Đỗ Phúc Quyên (2021). The role of world stock market index and domestic macroeconomic on Asean's stock prices. Kỷ yếu hội thảo quốc tế “The International Conference on Business based on Digital Platform - BDP2021”. Finance Publishing House, 67-76. ISBN: 978-604-79-2936-8.
2. Bùi Đỗ Phúc Quyên, Bùi Hữu Phước (2020). Impact of Global Commodity Prices on the ASEAN stock markets: A dynamic heterogeneous panel analysis. *Hội thảo khoa học quốc tế lần thứ 2. Finance – Accounting For Promoting Sustainable Development In Private Sector (FASPS 2020)*. Financial Publishing House, 667-676. ISBN: 978-604-79-2601-5.