

MỐI LIÊN HỆ GIỮA LẠM PHÁT VÀ TỶ SUẤT LỢI NHUẬN ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN TẠI VIỆT NAM

● TRẦN THÚY QUỲNH - NGUYỄN THỊ THỰC HIỀN

TÓM TẮT:

Bài viết xem xét mối quan hệ giữa lạm phát và biến động chỉ số trên thị trường chứng khoán Việt Nam (VN-Index) giai đoạn 2006 - 2021. Kết quả chỉ ra, lạm phát có mối quan hệ ngược chiều với tỷ suất lợi nhuận (TSLN) đầu tư chứng khoán, hàm ý đầu tư chứng khoán tại thị trường Việt Nam không phải là một kênh chống lạm phát. Bên cạnh đó, vẫn có những công ty hưởng lợi khi lạm phát tăng, tác giả đưa ra khuyến nghị giúp nhà đầu tư có những quyết định tối ưu cho giai đoạn sắp tới.

Từ khóa: lạm phát, tỷ suất lợi nhuận, chứng khoán, đầu tư, VN-Index.

1. Đặt vấn đề

Nền kinh tế trong nước và nước ngoài đang có những dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch, thị trường chứng khoán trong nước cũng tăng trưởng mạnh về quy mô vốn hóa. Theo thống kê của Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD), tổng số tài khoản tính đến tháng 12/2021 đạt hơn 4,3 triệu tài khoản, trong đó có hơn 4,29 triệu tài khoản cá nhân và hơn 17 nghìn tài khoản của nhà đầu tư tổ chức. Bên cạnh những nhà đầu tư cá nhân đang giao dịch theo xu hướng và phó thác cho những bên môi giới, dẫn đến nguy cơ phát triển không bền vững và tăng rủi ro cho thị trường chứng khoán.

Việc xem xét các yếu tố vĩ mô trong việc đưa ra quyết định đầu tư không nên bị đánh giá thấp, trong đó, lạm phát có tác động nhất định đến hiệu quả đầu tư. Trong giai đoạn thị trường tăng trưởng nóng vừa qua, lạm phát được duy trì ở mức bình ổn. Theo báo cáo của Tổng cục Thống kê vào cuối quý IV/2021, chỉ số giá tiêu dùng năm 2021 ở mức 1,84%, mức tăng thấp nhất tính từ năm 2016. Tuy nhiên, việc giá nhiên liệu liên tục tăng sau dịch

bệnh cùng với sự bất ổn từ xung đột biên giới giữa Nga và Ukraine và chủ trương mở rộng đầu tư công là những dấu hiệu cho việc gia tăng chỉ số giá tiêu dùng trong giai đoạn tới.

Việc nghiên cứu mối quan hệ giữa lạm phát và giá cổ phiếu trên thị trường Việt Nam góp phần củng cố thêm lý thuyết, đồng thời cũng đưa ra những phân tích và khuyến nghị giúp những nhà hoạch định chính sách và những nhà đầu tư đưa ra các quyết định chiến lược đúng đắn và hiệu quả hơn. Bằng việc nghiên cứu những lý thuyết và kiểm chứng bằng số liệu thực tế về mối quan hệ của lạm phát và chỉ số VN-Index giai đoạn 2006 - 2021, bài viết làm sáng tỏ hơn mối quan hệ giữa lạm phát và TSLN đầu tư chứng khoán tại thị trường Việt Nam. Đây là tiền đề thực tiễn cho những nghiên cứu liên quan đến đầu tư tài chính bài bản tại thị trường Việt Nam sau này.

2. Mối liên hệ giữa sự thay đổi của tỷ lệ lạm phát và thị trường chứng khoán

Mối quan hệ giữa lạm phát và giá cổ phiếu là chủ đề không còn xa lạ trong nghiên cứu tài chính, trong đó 2 giả thuyết của Fisher (1930) và Fama (1981) được coi là nền móng phát triển của những

ngiên cứu sau này. Theo đó, cổ phiếu thể hiện quyền nắm giữ tài sản thực. Theo Fisher (1930), TSLN danh nghĩa từ đầu tư cổ phiếu tính bằng TSLN thực và lạm phát kỳ vọng, để thấy TSLN thực có xu hướng bị ảnh hưởng bởi các nhân tố kinh tế thực, như: sự thay đổi của dòng tiền, năng suất vốn và chúng độc lập với bất kỳ sự thay đổi nào của lạm phát. Như vậy, lý thuyết này chỉ ra lạm phát không gây ra sự ảnh hưởng lên giá trị của tài sản và/hoặc quyền liên quan đến tài sản thực từ cổ phiếu. Cổ phiếu được coi là một công cụ hữu hiệu để chống lại lạm phát. Quan điểm này cũng được củng cố khi phân tích phương trình Fisher mở rộng phát triển bởi Bodie (1976), Peel và Pope (1988), trong đó TSLN danh nghĩa là một hàm số của lợi nhuận kỳ vọng, TSLN ngoài kỳ vọng và lạm phát kỳ vọng cùng lạm phát ngoài kỳ vọng. Theo lý thuyết này, TSLN của việc đầu tư vào thị trường cổ phiếu có mối quan hệ cùng chiều với lạm phát, do đó trong dài hạn, đầu tư vào cổ phiếu dựng lên cơ chế phòng ngừa lạm phát.

Lý thuyết của Fisher được kiểm chứng khá tốt thông qua những nghiên cứu trong giai đoạn 1930 - 1970. Tuy nhiên, những thay đổi của thị trường và thực tế cho thấy mối quan hệ của lạm phát và giá cổ phiếu ít nhiều đã không tuân theo giả thuyết của Fisher (1930). Những nghiên cứu của Nelson (1976), Bodie (1976), Jaffe và Mandelker (1976), Fama và Schwert (1977), Flannery và Protopapadakis (2002), Schwert (1981) đã chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa lạm phát và TSLN cổ phiếu. Với mục tiêu đưa ra giả thuyết nhằm giải thích cho kết quả trên, Fama (1981) đưa ra giả thuyết trung gian (proxy hypothesis), lý do của mối quan hệ ngược chiều giữa lạm phát và TSLN đầu tư cổ phiếu có thể được giải thích thông qua việc liên kết 2 mối quan hệ đồng thời của các hoạt động kinh tế thực với lạm phát và với TSLN đầu tư. Cụ thể: thứ nhất, tác giả xem xét “mối quan hệ ngược chiều của các hoạt động kinh tế thực và lạm phát”, thứ hai “mối quan hệ ngược chiều giữa các hoạt động kinh tế thực và TSLN đầu tư cổ phiếu”. Theo giả thuyết này, lạm phát có mối quan hệ ngược chiều với TSLN từ cổ phiếu. Giả thuyết này đã được Geske và Roll (1983), Kaul (1987, 1990), Lee (1992), Schotman và Schweitzer (2000) và Gallagher và Taylor (2002) đưa ra bằng chứng ủng hộ, tuy nhiên lại gặp phải bác bỏ trong nghiên cứu của Boucher (2006).

Hai giả thuyết này vẫn liên tục được kiểm chứng tại các thị trường khác nhau trên toàn thế giới. Tại Ấn Độ, Charath và ctg. (1997) đưa ra bằng chứng ủng hộ một phần giả thuyết của Fama. Tuy nhiên, khi kiểm định lại vào năm 2013, Jana lại chỉ ra giả thuyết của Fama phù hợp với thị trường Ấn Độ cho toàn bộ giai đoạn nghiên cứu, trong khi giả thuyết của Fisher lại chỉ được chứng minh trong giai đoạn nền kinh tế Ấn Độ đang được cải cách. Mối quan hệ ngược chiều của lạm phát và chỉ số giá cổ phiếu cũng được tìm thấy ở một số nghiên cứu khác, điển hình là nghiên cứu của Wongbangpo và Sharma (2002) cho thị trường Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore và Thái Lan. Majid (2006), khi nghiên cứu thị trường Indonesia trước cuộc khủng hoảng năm 1997 tại châu Á đã kết luận, thị trường chứng khoán Indonesia không mang tính phòng ngừa lạm phát. Uwubanmwun và Eghosa (2015) cũng chỉ ra quan hệ ngược chiều giữa lạm phát và TSLN cổ phiếu tại thị trường Nigeria giai đoạn 1995 - 2010. Bên cạnh đó, khi xem xét đến sự khác biệt trong xu hướng ngắn và dài hạn, Al Khazali (2003) đã chỉ ra trong ngắn hạn TSLN từ đầu tư cổ phiếu có quan hệ ngược chiều với lạm phát ở 21 quốc gia đang phát triển (ngoại trừ Malaysia), tuy nhiên trong dài hạn, mối quan hệ này lại tuân theo giả thuyết của Fama và Fisher. Ngược lại, Khan và Yousuf (2013) tìm thấy mối tương quan dương giữa lạm phát và giá cổ phiếu của 53 doanh nghiệp trên sàn chứng khoán Karasin, hàm ý thị trường chứng khoán trên sàn Karasin tại Pakistan có thể là công cụ để phòng ngừa rủi ro.

Tại Việt Nam, các kết quả nghiên cứu cũng tương đồng với những bài nghiên cứu trước đó ở các thị trường khác trên toàn thế giới, phần lớn các nghiên cứu cho rằng TSLN của đầu tư cổ phiếu có mối tương quan ngược chiều với lạm phát, tiêu biểu là bài nghiên cứu của Nguyễn Thu Hiền và Đinh Thị Hồng Loan (2009) cho giai đoạn 2005 - 2008; Lê Hoàng Phong và Đặng Thị Bạch Vân, (2015) cho giai đoạn 2001 - 2013; Thân Thị Thu Thủy và Võ Thị Thùy Dương (2015) cho giai đoạn 2009 - 2014 và Hoàng Công Gia Khánh, Trần Hùng Sơn, Nguyễn Đình Thiên, Nguyễn Thanh Liêm (2017) cho giai đoạn 2000 - 2016. Tuy nhiên, phát hiện của Phan Thị Bích Nguyệt; Phạm Dương Phương Thảo (2013) khi nghiên cứu các yếu tố vĩ mô tác động đến giá cổ phiếu giai

đoạn 2000 - 2011 cho thấy mối tương quan cùng chiều giữa lạm phát và giá cổ phiếu tại thị trường Việt Nam.

Tóm lại, mặt bằng chung những nghiên cứu về mối quan hệ này còn hạn chế cho thị trường Việt Nam. Do những biến động bất thường trong đầu tư cổ phiếu thời gian qua cũng như việc các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến giá cổ phiếu cũng có nhiều thay đổi, cho thấy sự cần thiết phải có sự bổ sung vào lý thuyết về quan hệ của lạm phát và giá cổ phiếu với số liệu được cập nhật tới thời điểm gần nhất nhằm đưa ra cái nhìn thực tế và bù đắp vào những khoảng trống về lý thuyết cho vấn đề này.

3. Thực trạng tại Việt Nam thông qua phân tích dữ liệu lịch sử về lạm phát và chỉ số VN-Index giai đoạn 2000 - 2021

3.1. Mô hình nghiên cứu

Để dự đoán sự thay đổi của chỉ số Vn-Index trong tương lai, tác giả sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính (linear regression) với các biến là sự thay đổi của chỉ số Vn-Index trong quá khứ, chỉ số CPI và các biến kinh tế vĩ mô khác (Macro Economic Factors - MEFs).

Mô hình hồi quy có dạng như sau:

$$\begin{aligned} \text{VNIndex}_t = & \beta_0 + \beta_1 \text{VNIndex}_{t-1} \\ & + \dots + \beta_n \text{VNIndex}_{t-n} + \alpha_0 \text{CPI_Index}_t \\ & + \dots + \alpha_n \text{CPI}_{t-n} + \theta_0 \text{MEF}_t + \dots + \theta_n \text{MEF}_{t-n} \end{aligned}$$

Trong đó:

- VNIndex_t : Sự thay đổi của chỉ số VnIndex tại thời điểm t
- $\text{VNIndex}_{t-1}, \dots, \text{VNIndex}_{t-n}$: Sự thay đổi của chỉ số VnIndex tại thời điểm t-1, ..., t-n (các biến độ trễ của VNIndex_t)
- $\text{CPI_Index}_t, \dots, \text{CPI_Index}_{t-n}$: Sự thay đổi của chỉ số CPI tại thời điểm t, ..., t-n
- $\text{MEF}_t, \dots, \text{MEF}_{t-n}$: Sự thay đổi của các biến kinh tế vĩ mô tại thời điểm t, ..., t-n

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Tác giả sử dụng dữ liệu nghiên cứu cho giai đoạn 2006 - 2021, cụ thể dữ liệu chỉ số kinh tế vĩ mô lấy từ nguồn Tổng cục Thống kê và Reuters, chỉ số VnIndex niêm yết trên sàn HSX (Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh) thu thập từ website chính thức của Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh.

3.3. Quy trình nghiên cứu

Quy trình nghiên cứu được thực hiện như sau:

Bước 1: Xác định biến cho mô hình

Chỉ số CPI theo tháng là biến độc lập chính cho

mô hình nghiên cứu, tuy nhiên để nâng cao hiệu quả giải thích sự biến động TSLN của mô hình, tác giả tham khảo những nghiên cứu cho giai đoạn trước về các yếu tố vĩ mô khác có thể có ảnh hưởng đến biến động TSLN đầu tư chứng khoán tại thị trường Việt Nam. Cụ thể được giải thích như tại Bảng 1.

Thông qua tham khảo từ những nghiên cứu trước đây về chủ đề này, tác giả tiến hành thu thập và xử lý số liệu của các biến trên, lựa chọn tổ hợp biến trả ra mô hình có ý nghĩa giải thích cao nhất về mối quan hệ của Lạm phát và tỷ suất đầu tư chứng khoán. Định nghĩa và nguồn thu thập số liệu của các biến được mô tả như tại Bảng 2.

Bước 2: Thu thập và xử lý dữ liệu nghiên cứu

Các chuỗi dữ liệu được thu thập vào thời điểm cuối tháng từ năm 2006 - 2021, do các chuỗi dữ liệu không có tính dừng nên để đưa vào mô hình, cần thực hiện biến đổi biến. Trong bài nghiên cứu này, tác giả sử dụng kỹ thuật biến đổi biến theo phương pháp tính sai phân giữa 2 giá trị $\text{Ln}(t)$ và $\text{Ln}(t-1)$ để tạo tính dừng cho biến:

$$\begin{aligned} \text{VAR}_{\text{DifLn}} = & \text{Ln}(\text{VAR}_t) - \text{Ln}(\text{VAR}_{t-1}) \\ & \approx (\text{VAR}_t - \text{VAR}_{t-1}) / \text{VAR}_{t-1} \end{aligned}$$

Trong đó:

$\text{VAR}_{\text{DifLn}}$: Sai phân giữa 2 giá trị $\text{Ln}(t)$ và $\text{Ln}(t-1)$ của một biến kinh tế vĩ mô

$\text{Ln}(\text{VAR}_t)$: Giá trị của biến kinh tế vĩ mô tại thời điểm t.

$\text{Ln}(\text{VAR}_{t-1})$: Giá trị của biến kinh tế vĩ mô tại thời điểm t - 1.

Bước 3: Phân tích đa biến

Để lựa chọn mô hình có kết quả tốt nhất, tác giả tiến hành thử nghiệm các tổ hợp giữa biến $\text{CPI_Index}_{\text{DifLn}}$ và biến độ trễ của $\text{VNIndex}_{\text{DifLn}}$ với các biến kinh tế vĩ mô để dự đoán giá trị $\text{VNIndex}_{\text{DifLn}}$.

Bước 4: Lựa chọn mô hình (Bảng 3)

Mô hình tốt nhất là mô hình thỏa mãn các điều kiện sau:

- Chỉ số R-square là cao nhất
- P-value của các hệ số đều nhỏ hơn 0.05
- Không tồn tại đa cộng tuyến trong mô hình - Tính giá trị VIF (Variation inflation factor)

Mô hình được lựa chọn có các biến như sau:

- Ln_Index_1st_lag : Giá trị của biến $\text{VNIndex}_{\text{DifLn}}$ tại thời điểm t-1
- Ln_CPI : Giá trị của biến $\text{CPI_Index}_{\text{DifLn}}$ tại thời điểm t

Bảng 1. Tóm tắt kỳ vọng tương quan các biến độc lập

Nhân tố	Tương quan	Lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm
Lạm phát	-	Fama (1991); Nguyễn Thu Hiền và Đinh Thị Hồng Loan (2009); Võ Thị Thúy Anh, Nguyễn Thanh Hải (2013); Phan Thị Bích Nguyệt; Phạm Dương Phương Thảo (2013), Hoàng Công Gia Khánh, Trần Hùng Sơn, Nguyễn Đình Thiên, Nguyễn Thanh Liêm (2017).
Lãi suất	-	Fama (1981); Võ Thị Thúy Anh và Nguyễn Thanh Hải (2013), Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2013), Thân Thị Thu Thủy, Võ Thị Thùy Dương (2015).
Cung tiền	+	Võ Thị Thúy Anh và Nguyễn Thanh Hải (2013), Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2013), Thân Thị Thu Thủy, Võ Thị Thùy Dương (2015).
Tăng trưởng GDP	+	Lại Cao Mai Phương, Rình Tiến Anh, Đỗ Thị Ngọc Tuyết, Trần Thị Vân Anh (2021)
Chỉ số sản xuất công nghiệp	+	Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2013); Hoàng Công Gia Khánh, Trần Hùng Sơn, Nguyễn Đình Thiên, Nguyễn Thanh Liêm (2017),
Tỷ giá USD.VND	-/+	Granger (2000); Phan Thị Bích Nguyệt và Phạm Dương Phương Thảo (2013)

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

Bảng 2. Tóm tắt các biến trong mô hình

Biến	Mô tả	Nguồn
<i>Biến độc lập</i> VnIndex	Chỉ số VnIndex tại thời điểm cuối tháng	Website HSX https://www.hsx.vn
<i>Biến phụ thuộc</i> CPI_Index	Chỉ số CPI Index theo tháng	Reuters
Bond_5Y	Lợi suất trái phiếu Chính phủ 5 năm tại thời điểm cuối tháng	Reuters
M2	Cung tiền M2 theo tháng	Reuters
GDP_Growth	Tốc độ tăng trưởng GDP theo quý	Tổng cục thống kê
IIP	Chỉ số giá trị sản xuất công nghiệp	Tổng cục thống kê
USD.VND	Tỷ giá trung tâm tại thời điểm cuối tháng	Reuters

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

• $Ln_Bond_5Y_1st_lag$: Giá trị của biến $Bond_5Y_{DiLn}$ tại thời điểm $t-1$

Bước 5: Kiểm định các giả thuyết của mô hình hồi quy tuyến tính

Kiểm định các giả thuyết của mô hình hồi quy tuyến tính như tính tự tương quan và phương sai

không đồng nhất của phần dư. Để kiểm định tự tương quan, tác giả sử dụng kiểm định Durbin Watson và sử dụng kiểm định White để kiểm tra phương sai không đồng nhất.

Nếu mô hình không thỏa mãn các kiểm định trên, quay lại bước 5.

Bảng 3. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Độ lệch chuẩn	Kurtosis	Skewness
VnIndex	192	688.58	586.8	245.74	1498.28	276.22	-0.06	0.84
CPI_index	192	78.38	86.85	38.21	105.79	21.12	-1.05	-0.55
Bond_5Y	192	0.07	0.07	0.01	0.17	0.03	-0.42	0.08

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

Giá trị Durbin-Watson D là 2.065 trong ngưỡng giá trị từ 1.5 -2.5, do đó kết luận phần dư của mô hình không có tính tự tương quan. (Bảng 4)

Bảng 4. Kết quả kiểm định Dubin Watson

Durbin-Watson D	2,065
Pr < DW	0,6451
Pr > DW	0,3549
Number of Observations	190
1st Order Autocorrelation	-0,042

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán

Đối với kiểm định White để kiểm tra phương sai đồng nhất, chúng ta thực hiện kiểm định giả thuyết sau:

H0: Phương sai phần dư đồng nhất (P-value < 0.05)

H1: Phương sai phần dư không đồng nhất (P-value >= 0.05)

Thực hiện kiểm định White giá trị P-value có được là 0.126 nên không thể loại bỏ giả thuyết H0, do đó phương sai phần dư trong mô hình lựa chọn là đồng nhất.

Bước 6: Phân tích kết quả

Kết quả trả về từ mô hình được lựa chọn như sau: (Bảng 5)

Các hệ số trong mô hình được lựa chọn đều có giá trị P-value nhỏ hơn 0.05, thể hiện các biến đều có ý nghĩa về mặt thống kê (khác 0). Giá trị VIF của các biến trong mô hình đều xấp xỉ 1 nhỏ hơn giá trị ý nghĩa là 5, do đó có thể kết luận không có hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình.

Mô hình lựa chọn đã kiểm định thành công các giả thuyết như phần dư không tự tương quan và phương sai phần dư là đồng nhất. Các hệ số đều có ý nghĩa khi kiểm định t-test đều có P-value nhỏ hơn 0.05. Do đó, về mặt thống kê kết quả mô hình là vững chắc và đáng tin cậy.

Tuy nhiên, hệ số R-square tương đối thấp 12.77%, cho thấy chúng ta có thể cải thiện thêm khả năng giải thích các biến độc lập bằng cách đưa thêm một số biến khác vào mô hình.

Dấu của hệ số biến CPI_Index là âm, thể hiện mối quan hệ ngược chiều giữa VNIndex và CPI Index. Như vậy, khi lạm phát tăng lên thì lợi suất đầu tư chứng khoán của các nhà đầu tư có xu hướng giảm và ngược lại. Kết quả này là phù hợp

Bảng 5. Kết quả mô hình được chọn

Variable	DF	Parameter Estimates		t Value	Pr > t	Variance
		Parameter	Standard			
		Estimate	Error			Inflation
Intercept	1	0,01827	0,0075	2,43	0,0159	0
ln_index_1st_lag	1	0,27987	0,06887	4,06	<.0001	1,04266
ln_cpi	1	-2,09899	0,79287	-2,65	0,0088	1,01464
ln_bond_5y_1st_lag	1	0,21084	0,07649	2,76	0,0064	1,05288

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán

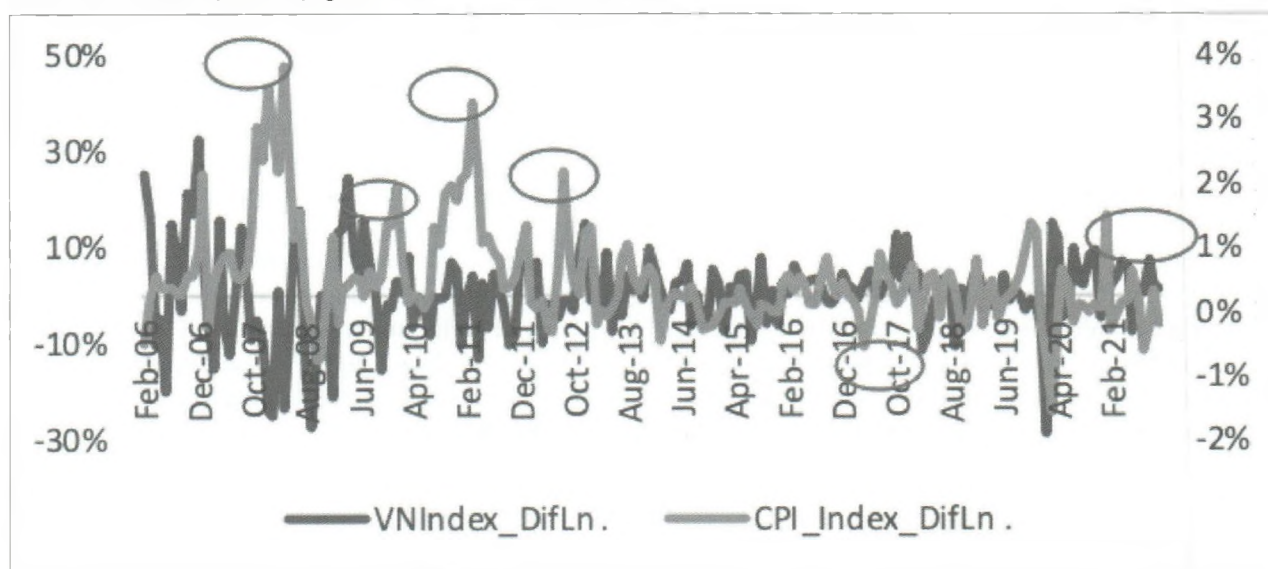
Bảng 6. Hệ số R-square

Root MSE	0,08415	R-Square	0,1277
Dependent Mean	0,00708	Adj R-Sq	0,1136
Coeff Var	1189,381		

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán

là mục tiêu trong mọi giai đoạn. Tuy nhiên, Việt Nam phải đối mặt với nguy cơ “nhập khẩu lạm phát”, chỉ số giá tiêu dùng CPI được Quốc hội đặt chỉ tiêu tăng 4% trong năm 2022. Xuất phát từ việc tăng nhu cầu sản xuất và tiêu dùng dưới tác động của việc tăng giá các nguyên liệu đầu vào nhập khẩu sẽ làm tăng giá các sản phẩm, dịch vụ. Cùng với đó, những sự kiện kinh tế chính trị xoay quanh xung đột giữa Nga và Ukraine có nguy cơ kéo theo

Biểu đồ 1: Mối quan hệ giữa VNIndex và CPI Index



Nguồn: Nhóm tác giả tính toán

với hầu hết các nghiên cứu trước về mối quan hệ của lạm phát và TSLN đầu tư chứng khoán tại Việt Nam. (Biểu đồ 1)

Khi biểu diễn lên biểu đồ, dễ dàng thấy rằng xu hướng của CPI sẽ ngược chiều với VN-Index, tiêu biểu tại các mốc thời gian có sự biến động nhiều về tỷ lệ lạm phát như giai đoạn 2007 - 2008, 2010, 2012, 2017 hay 2020 (điểm đánh dấu trên biểu đồ).

4. Kết luận và kiến nghị

4.1. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy, lạm phát có mối quan hệ ngược chiều với giá cổ phiếu, như vậy đầu tư vào cổ phiếu không phải là một kênh chống lại lạm phát. Tuy nhiên, đích đến trong phát triển lâu dài của thị trường chứng khoán là sự ổn định, môi trường đầu tư hiệu quả, mở rộng quy mô vốn đầu tư xã hội nhằm tạo động lực cho sự phát triển của nền kinh tế. Việc duy trì một mức lạm phát ổn định luôn

những ảnh hưởng tiêu cực đến nhiều ngành sản xuất, dịch vụ trên toàn thế giới, trong đó bao gồm nguồn nhiên liệu khí đốt vốn đã có những đợt tăng giá mạnh kể từ khi phục hồi sau dịch bệnh tới nay. Với bối cảnh này nhà hoạch định cũng như nhà đầu tư cần có những quyết định chính xác để duy trì một môi trường đầu tư hiệu quả.

4.2. Kiến nghị

Từ kết luận về mối quan hệ giữa lạm phát và TSLN đầu tư chứng khoán ở thị trường Việt Nam, một số kiến nghị được đề xuất như sau:

Về phía cơ quan quản lý và những nhà làm chính sách, thực tế cho thấy đầu tư vào chứng khoán không phải là một kênh chống lại lạm phát, một số nghiên cứu chỉ ra rằng việc nắm giữ vàng và bất động sản mang lại hiệu quả đầu tư cao hơn tại thị trường Việt Nam (Amonhaemanon và cộng sự, 2013). Như vậy, để khuyến khích mở rộng đầu tư và tăng trưởng quy mô vốn cho các

doanh nghiệp, Nhà nước cần đưa ra những chính sách dự báo và chú trọng đến sự bình ổn lạm phát, tạo điều kiện khuyến khích đầu tư vào thị trường tài chính.

Về phía nhà đầu tư, trong giai đoạn tới, lạm phát được dự báo sẽ tăng, tuy nhiên đây không hẳn là một bất lợi với nhà đầu tư. Một số doanh nghiệp được hưởng lợi và vẫn có tiềm năng tăng trưởng, có thể kể đến nhóm ngành xuất khẩu, cảng biển, vận tải, nhóm nguyên liệu và tiêu biểu là nhóm bất động sản.

Những doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất và xuất khẩu các mặt hàng thủy sản, nông sản, cao su,... được kỳ vọng hưởng lợi từ phục hồi kinh tế sau dịch bệnh, lạm phát của các nước nhập khẩu những mặt hàng này đều tăng, cho thấy tiềm năng tăng trưởng của nhóm ngành này rất lớn. Từ đó dẫn tới tăng nhu cầu cho cảng biển - vận tải. Đây mạnh hoạt động này đồng nghĩa với việc doanh nghiệp cung ứng dịch vụ này được hưởng lợi trực tiếp và trở thành một trong những nhóm ngành thu hút đầu tư. Việc tăng cường đầu tư công cũng tạo điều kiện thuận lợi cho những doanh nghiệp trong lĩnh vực cung ứng các mặt hàng vật liệu xây dựng

như thép, xi măng... có điều kiện mở rộng đầu tư và tăng trưởng lợi nhuận tốt.

Bên cạnh đó, bất động sản là một kênh phòng ngừa lạm phát ở Việt Nam và đồng thời nhóm cổ phiếu của công ty bất động sản cũng là một trong những nhóm cổ phiếu đáng lưu tâm trong giai đoạn lạm phát tăng. Nhóm ngành này có đặc thù có thể chuyển dịch lạm phát và tăng giá lên người đi thuê hoặc mua bất động sản, chính vì vậy, chủ sở hữu bất động sản phòng ngừa được rủi ro lạm phát đồng thời tăng giá trị các khoản đầu tư khi lạm phát tăng. Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng cần thận trọng khi đầu tư vào nhóm ngành bất động sản, do cần tìm hiểu để tránh ra quyết định đầu tư vào những doanh nghiệp có quỹ đất hạn chế, tính pháp lý chưa cao hay nội tại doanh nghiệp có trở ngại.

Trên đây là một số khuyến nghị mà tác giả nhận định từ kết quả của bài nghiên cứu, nhìn chung để đầu tư hiệu quả và tránh những rủi ro không đáng có, nhà đầu tư cần trang bị kiến thức chung về thị trường cũng như tìm hiểu và thực hiện những phân tích cụ thể về doanh nghiệp mong muốn đầu tư để đưa ra những quyết định phù hợp với xu hướng của thị trường ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Hoàng Công Gia Khánh, Trần Hùng Sơn, Nguyễn Đình Thiên, Nguyễn Thanh Liêm (2017). Lạm phát và tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Ngân hàng*, 11.
2. Lê Hoàng Phong, Đặng Thị Bạch Vân (2015). Kiểm chứng bằng mô hình ARDL tác động của các nhân tố vĩ mô đến chỉ số chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 20(30), 61-66.
3. Nguyễn Thu Hiền, Đinh Thị Hồng Loan (2009). Tác động của lạm phát lên lãi suất sinh lợi đầu tư cổ phiếu: Nhận định từ nghiên cứu dữ liệu thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 224, 11-18.
4. 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 Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 8(18), 34-41.
5. 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. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 24(34), 59-67.
6. Võ Thị Thúy Anh, Nguyễn Thanh Hải (2013). Nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu niêm yết trên HSX. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, (275), 16-27.
7. Al-Khazali, OM. (2003). Stock prices, inflation, and output: Evidence from the emerging markets. *Journal of Emerging Mark, Finance*, 2(3), 287-314.
8. Amonhaemanon, D., Ceuster, M., Annaert, J., & Hau, L. (2013). The Inflation-Hedging Ability of Real estate Evidence in Thailand: 1987 - 2011. *Procedia Economics and Finance*, 5, 40-49.
9. Bodie, Z. (1976). Common stock as a hedge against inflation. *Journal of Finance*, 31 (2), 459-470.
10. Boucher, C. (2006). Stock price inflation puzzle and the predictability of stock market returns. *Economic Letters*, 90.

11. Chatrath, A.; Ramchander, S; Song, F. (1997). Stock prices, inflation and output: Evidence from India. *Applied Financial Economics*, 7, 439-445.
12. Fama, E. F., Schwert, G. W. (1977). Asset returns and inflation. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 115-146.
13. Fama, E. (1981). Stock returns, real activity, ifnlation and money. *American Economic review*, 71(4), 545-565.
14. Flannery, M. J., Protopappadakis, A. A. (2002). Macroeconomics factors do influence aggregate stock returns. *Review of Financial Studies*, 15(3), 751-782.
15. Gallagher, L. and Taylor, M. (2002). The stock return-inflation puzzle revisited. *Economics Letters*, 75(2), 147-156.

Ngày nhận bài: 20/1/2021

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 22/2/2022

Ngày chấp nhận đăng bài: 15/3/2022

Thông tin tác giả:

1. ThS. TRẦN THÚY QUỲNH

2. ThS. NGUYỄN THỊ THỤC HIỀN

Trường Đại học PHENIKAA, Yên Nghĩa, Hà Đông, Hà Nội

THE RELATIONSHIP BETWEEN INFLATION AND VN-INDEX VOLATILITY ON THE VIETNAMESE STOCK MARKET

● Master. **TRAN THUY QUYNH**

● Master. **NGUYEN THI THUC HIEN**

PHENIKAA University, Yen Nghia, Ha Dong, Ha Noi

ABSTRACT:

This study examines the relationship between inflation and VN-Index volatility on the Vietnamese stock market from 2006 to 2021. The study's results show that inflation has a negative relationship with the return rate of stock investment. It implies that the stock investment in Vietnam is not an anti-inflation investment channel. Besides, some companies still gain benefits when the inflation rate increases. This study makes some recommendations to help investors make optimal decisions for the upcoming period.

Keywords: inflation, profit margin, stock, investment, VN-Index.