

## SEMINAR TRAO ĐỔI HỌC THUẬT

# ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU CÓ GIÚP BẢO TOÀN TÀI SẢN TRƯỚC LẠM PHÁT? BẰNG CHỨNG TẠI VIỆT NAM VÀ THÁI LAN

Người trình bày: **TS. Lê Long Hậu**<sup>1</sup>

Ngày: 24/04/2014

### TRAO ĐỔI VÀ THẢO LUẬN

Trong thời kỳ kinh tế bất ổn, lạm phát biến động lớn, các nhà đầu tư có xu hướng tìm kiếm các tài sản đầu tư trú ẩn an toàn trước lạm phát. Cổ phiếu thường được cho là một trong những tài sản phục vụ cho mục tiêu này, khi đó nhà đầu tư kỳ vọng suất sinh lợi danh nghĩa của cổ phiếu sẽ đồng biến với tỷ lệ lạm phát. Đây là quan điểm xuất phát từ lý thuyết Fisher về quan hệ đồng biến 1:1 giữa lãi suất danh nghĩa và tỷ lệ lạm phát. Thế nhưng, điều này có thực sự diễn ra trên thực tế hay không? Mở đầu buổi trình bày, TS. Lê Long Hậu đã cung cấp các thông tin hữu ích trả lời câu hỏi này. TS. Hậu cho biết, các kết quả nghiên cứu thực nghiệm ở nhiều quốc gia khác nhau cho thấy mối quan hệ giữa suất sinh lợi cổ phiếu và lạm phát đang diễn ra theo nhiều chiều hướng khác nhau - một số trường hợp đồng biến và một số trường hợp nghịch biến. Các nhà kinh tế đã đưa ra một số lý do giải thích cho vấn đề này như do khác biệt của nguyên nhân dẫn đến lạm phát (lạm phát từ yếu tố tiền tệ hay yếu tố thực), ảnh hưởng của các nhân tố khác đồng thời đến lạm phát và lãi suất, hoặc do vị thế của công ty trên thị trường vốn (cho vay hay đi vay).

Trong bài viết này, TS. Hậu đã thực hiện nghiên cứu đối với thị trường Việt Nam nhằm xác định cổ phiếu có phải một tài sản an toàn trước lạm phát hay không. Ngoài Việt Nam, tác giả cũng nghiên cứu thêm trường hợp của Thái Lan vì đây là một trong những quốc gia phát triển nhất trên thị trường chứng khoán châu Á. Đồng thời, với chính sách lạm phát thấp, ổn định được duy

---

<sup>1</sup> Khoa Kinh tế và Quản Trị Kinh Doanh - Trường Đại học Cần Thơ

trì trong nhiều năm, Thái Lan là một trường hợp lý tưởng để thực hiện các kết quả so sánh với Việt Nam.

Xuất phát từ lý thuyết Fisher, TS. Hậu cho rằng quan hệ đồng biến 1:1 giữa suất sinh lợi danh nghĩa của cổ phiếu và tỷ lệ lạm phát (bao gồm 2 thành phần là lạm phát kỳ vọng và lạm phát không kỳ vọng) cũng rất có thể xảy ra. Do đó, tác giả đã đặt ra 3 giả thuyết lần lượt như sau: (i) nếu *lạm phát kỳ vọng* tăng, suất sinh lợi danh nghĩa cổ phiếu sẽ tăng; (ii) Cổ phiếu là quyền tài sản đối với tài sản thực, do đó suất sinh lợi cổ phiếu có thể có quan hệ đồng biến với *lạm phát không kỳ vọng*; (iii) Nếu 2 giả thuyết này đúng, suất sinh lợi của cổ phiếu sẽ có quan hệ cùng chiều với *tổng lạm phát* (bao gồm lạm phát kỳ vọng và không kỳ vọng), nhờ đó nhà đầu tư có thể bảo toàn lợi nhuận khi đầu tư vào cổ phiếu.

Để kiểm định các giả thuyết trên, tác giả sử dụng mô hình ARIMA ước lượng lạm phát kỳ vọng và không kỳ vọng, phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) ước lượng ảnh hưởng của lạm phát đến suất sinh lợi cổ phiếu. Dữ liệu sử dụng cho phân tích là chỉ số giá chứng khoán và chỉ số CPI của Việt Nam, được thu thập hàng quý từ các Sở giao dịch chứng khoán và Datastream trong khoảng thời gian từ tháng 7/2000 đến tháng 12/2011. Tác giả dùng log của chỉ số giá chứng khoán và chỉ số CPI đại diện cho tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu và tỷ lệ lạm phát. Kết quả kiểm định cho biết không thể bác bỏ các giả thuyết nêu trên. Tuy nhiên, các hệ số ước lượng từ mô hình hồi qui cũng không có ý nghĩa thống kê. Điều này có nghĩa là, không khẳng định được suất sinh lợi từ đầu tư vào cổ phiếu có thể bù đắp được lạm phát hay không. Nghiên cứu tại Thái Lan cũng cho kết quả tương tự, mặc dù dữ liệu của Thái Lan có số quan sát lớn hơn và độ chính xác cao hơn.

Trước kết quả này, tác giả đặt ra hai khả năng: (i) không có quan hệ 1:1 giữa suất sinh lợi cổ phiếu và lạm phát; (ii) dữ liệu của Việt Nam và Thái Lan biến động rất lớn nên không có độ tin cậy. Để tìm hiểu sự thay đổi trong quan hệ giữa lạm phát và suất sinh lợi cổ phiếu qua từng thời kỳ gắn với các chuyển biến kinh tế, tác giả đã phân tách dữ liệu Việt Nam thành 3 giai đoạn với 2 mốc thời gian: tháng 3/2002<sup>2</sup> và tháng 1/2006<sup>3</sup>. Theo đó, giai đoạn thứ nhất có lạm phát thấp,

---

<sup>2</sup> Thị trường chứng khoán chuyển đổi từ giao dịch 3 ngày/tuần sang giao dịch hàng ngày, gia tăng tính thanh khoản của thị trường.

giai đoạn thứ 3 có lạm phát trung bình và ở giai đoạn thứ 3, lạm phát rất cao. So sánh suất sinh lợi trung bình của cổ phiếu giữa 3 giai đoạn cho thấy suất sinh lợi trong giai đoạn 1 là cao nhất với độ lệch chuẩn lớn nhất, suất sinh lợi trong giai đoạn 2 ở mức trung bình với độ lệch chuẩn thấp nhất, và giai đoạn 3 có suất sinh lợi thấp nhất với độ lệch chuẩn trung bình. Kết quả nhận được khá thú vị: mối quan hệ giữa suất sinh lợi danh nghĩa của cổ phiếu và lạm phát tuy không rõ ràng khi xét trong suốt quá trình nghiên cứu, nhưng xét từng giai đoạn thì có ý nghĩa. Cụ thể, lạm phát và suất sinh lợi cổ phiếu có quan hệ nghịch biến trong giai đoạn 1 và 3, nhưng có quan hệ đồng biến trong giai đoạn 2. Như vậy, khi lạm phát ở mức độ vừa phải (như giai đoạn 2) thì cổ phiếu có thể là một lá chắn tốt trước lạm phát. Ngoài ra, sự thay đổi trong mối quan hệ giữa suất sinh lợi cổ phiếu và lạm phát qua các giai đoạn cho thấy sự biến động của các yếu tố ảnh hưởng đến lạm phát trong nền kinh tế. Trong giai đoạn 2, lạm phát có nguyên nhân từ các cú sốc bên cầu. Trong khi giai đoạn 1 và 3, nguyên nhân của lạm phát đến từ các cú sốc bên cung. Kết quả này hàm ý rằng, có thể không có một mối quan hệ trực tiếp giữa suất sinh lợi danh nghĩa của cổ phiếu và lạm phát mà mối quan hệ này chỉ phản ánh các quan hệ kinh tế cơ bản khác. Do đó, khả năng tránh lạm phát của cổ phiếu sẽ khác nhau giữa các quốc gia và các khoảng thời gian, chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố thể chế và kinh tế, chính sách tiền tệ và tài khóa của nhà nước cũng như đặc điểm của bản thân thị trường chứng khoán.

## THẢO LUẬN

Bình luận về nguyên nhân dẫn đến kết quả nghiên cứu không rõ ràng khi xét trong giai đoạn dữ liệu dài, một khách mời cho rằng có thể do thị trường chứng khoán Việt Nam có yếu tố tâm lý bày đàn nên số liệu không theo đúng các quy luật thị trường. Tác giả đồng quan điểm với nhận định này và cho biết, không riêng Việt Nam, những thị trường chứng khoán mới phát triển cũng gặp hiện tượng này. Cụ thể, khi thị trường thuận lợi, lẽ ra chỉ có các cổ phiếu tốt tăng giá nhưng tại Việt Nam thì tất cả các cổ phiếu sẽ cùng tăng, kể cả cổ phiếu xấu. Một biến động vĩ mô thường chỉ ảnh hưởng đến một số ngành nhất định, nhưng ở Việt Nam, biến động sẽ làm thay đổi đồng loạt giá các cổ phiếu. Cùng quan tâm đến vấn đề này, một khách mời đề xuất nghiên cứu tác động của các nhân tố như tâm lý bày đàn, các cú sốc kinh tế đến suất sinh lợi của cổ phiếu để

---

<sup>3</sup> Thời điểm có một số thay đổi quan trọng: tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại các công ty phi tài chính niêm yết lên 49%, thành lập sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội, ...

loại trừ ảnh hưởng của những nhân tố này đến kết quả nghiên cứu. TS. Hậu cho biết đây cũng là một vấn đề mà tác giả đang tìm hiểu để đưa vào nghiên cứu.

Một khách mời khác lại muốn tìm hiểu về loại tài sản nào có thể là kênh đầu tư giúp tránh được tác động của lạm phát tại Việt Nam. Theo TS. Hậu, vàng là một tài sản đầu tư tốt nếu muốn bảo toàn giá trị khi có lạm phát. Tuy nhiên, giá vàng tại Việt Nam thường biến động khá lớn và chịu sự can thiệp của nhà nước nên việc đầu tư vàng sẽ phải chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố khác. Một khách mời cho rằng có sự liên quan chặt giữa vàng, cổ phiếu với lạm phát, và vàng có vai trò mạnh hơn trong việc là tài sản trú ẩn khi lạm phát. Vàng có thể có 2 vai trò, vừa là kênh trú ẩn khi lạm phát, vừa có tác động đến suất sinh lợi cổ phiếu. Vậy, tại sao tác giả không kết hợp vàng trong nghiên cứu về tài sản phòng ngừa lạm phát? Theo tác giả, để mô hình đơn giản và rõ ràng, nghiên cứu chỉ tập trung vào đánh giá khả năng phòng ngừa lạm phát của cổ phiếu thông qua mối quan hệ giữa suất sinh lợi cổ phiếu và tỷ lệ lạm phát.

Về phương pháp nghiên cứu, câu hỏi được đặt ra là: tại sao biến lạm phát kỳ vọng của Việt Nam được thể hiện bởi biến trễ 1 giai đoạn ( $t-1$ ) trong khi biến này của Thái Lan lại sử dụng đến biến trễ thứ 4 ( $t-4$ ). TS. Hậu cho biết điều này dựa trên cơ sở số liệu hàng quý của tỷ lệ lạm phát hiện tại có quan hệ với quý nào trước đó. Do đặc điểm lạm phát của Việt Nam và Thái Lan khác nhau nên mối quan hệ này cũng khác nhau. Kiểm định tương quan cho kết quả lạm phát của Thái Lan chỉ có quan hệ với quý ( $t-4$ ), còn tại Việt Nam tỷ lệ lạm phát quý  $t$  có quan hệ với quý ( $t-1$ ), ( $t-2$ ).

Trong buổi thảo luận, các khách mời cũng đã đưa ra nhiều ý tưởng khá thú vị để mở rộng và hoàn thiện vấn đề nghiên cứu. Một khách mời cho rằng, lạm phát được hình thành từ nhiều nguồn nên sẽ tác động khác nhau đến nhóm các công ty trong lĩnh vực tài chính và nhóm công ty đầu tư thực. Như vậy, khi nghiên cứu có thể tách biệt 2 nhóm công ty này nhằm xác định sự khác biệt trong quan hệ giữa tỷ lệ lạm phát với suất sinh lời cổ phiếu của 2 nhóm. TS. Hậu cho rằng đây là một ý tưởng khả thi. Nghiên cứu hiện đang phân tích số liệu toàn thị trường, nhưng nếu có thể phân nhóm ngành cho các công ty thì có thể kết quả sẽ có ý nghĩa vì tác động của lạm phát đến mỗi ngành là khác nhau.

Thứ năm, ngày 24 tháng 4 năm 2014

Thư ký Seminar

Doãn Thị Thanh Thủy