

CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM NĂM 2022: NHÌN NHẬN TỪ CÁC “BONG BÓNG” QUÁ KHỨ

Nguyễn Mạnh Hà¹

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 21/11/2022; **Ngày hoàn thành biên tập:** 09/12/2022; **Ngày duyệt đăng:** 19/12/2022

Tóm tắt: Thị trường chứng khoán Việt Nam đã từng trải qua những biến động lớn tại một số thời điểm, mà có thể gọi đó là “bong bóng chứng khoán”. Đặc biệt, trong hai năm 2020-2021, mặc dù dịch COVID-19 diễn biến khá phức tạp nhưng thị trường chứng khoán Việt Nam lại có những tăng trưởng vượt bậc, tuy nhiên hệ lụy của nó là một lần nữa nguy cơ bong bóng lại đang tiềm ẩn. Các dữ liệu liên quan đến thị trường trong các giai đoạn bong bóng trước đó và đặc biệt giai đoạn 2020-2022 đã được sử dụng để nhận diện sự tồn tại của bong bóng chứng khoán. Bằng phương pháp nghiên cứu định tính, dựa theo các điều kiện hình thành, nguyên nhân dẫn tới bong bóng trước đó cũng như việc mô tả, so sánh điều kiện hiện tại của nền kinh tế cũng như thị trường chứng khoán, tác giả nhận thấy hiện tượng “bong bóng” đã và đang hình thành cho giai đoạn 2020-2022. Kết quả nghiên cứu là nguồn tham khảo cho các nhà đầu tư cũng như cung cấp các thông tin hữu ích để các nhà đầu tư có thể phản ứng trước các biến chuyển của thị trường.

Từ khóa: Thị trường chứng khoán, Bong bóng chứng khoán, Việt Nam

VIETNAM SECURITIES IN 2022: A VIEW FROM EX-ANTE BUBBLES

Abstract: Vietnam’s stock market had experienced great fluctuations, which implying the occurrence of “stock bubbles”, at some points in time. Particularly, from 2020 to 2021, despite the complex development of the COVID-19 pandemic, Vietnam’s stock market observed an outstanding growth. Consequently, potential signals of a stock bubble emerged. The market-related data in previous crisis periods, especially in the period 2020-2022, are used to confirm the existence of a stock market bubble. By using a qualitative research method, analyzing the conditions and causes of bubble formation, and evaluating the current situation of the economy and the stock market, we find that the phenomenon “bubble” has been forming for the period 2020-2022. The result of this research shall play the role of a reference source for investors to cope with the rapid market changes.

Keywords: Stock Market, Stock Market Bubble, Vietnam

¹ Tác giả liên hệ, Email: nguyenmanhha@ftu.edu.vn

1. Giới thiệu chung

Với nhu cầu huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế đang trong quá trình “Đổi mới”, thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam đã được ra đời vào năm 2000. Qua 22 năm hình thành và phát triển, thị trường có rất nhiều chuyển biến tích cực, ngày càng khẳng định vai trò huy động vốn để phát triển kinh tế và giúp cho Chính phủ thực hiện hiệu quả các chính sách kinh tế vĩ mô. Cùng với đó, chỉ số VN-index cũng ghi nhận những thăng trầm gắn liền với sự biến động của TTCK Việt Nam cũng như sự thay đổi của nền kinh tế Việt Nam. Chỉ số này đã tăng mạnh từ giữa năm 2020 và tiếp tục xu hướng tăng trong năm 2021, thiết lập mặt bằng giá mới. Kết thúc năm 2021, chỉ số VN-index đạt 1498,28 điểm, tăng 35,7% so với cuối năm 2020 và tăng 1,27 lần so với mức điểm thấp nhất của năm 2020 (659,21 vào ngày 24/03/2020). Tuy nhiên, đến năm 2022, chỉ số VN-index đã có sự đảo chiều khi mất 33,9% so với đầu năm. Nếu so sánh giữa mức điểm cao nhất 1528,57 điểm vào ngày 06/01/2022 với mức điểm thấp nhất năm là 911,90 (ngày 15/11/2022) thì sự chênh lệch lên đến 40,3%. Ngoài ra, nếu giá trị giao dịch bình quân của năm 2021 cao hơn cả giai đoạn 4 năm từ 2017 đến 2020, thì đến năm 2022 giá trị giao dịch bình quân chỉ bằng 1/2 so với điểm cao của tháng 11/2021 (40 nghìn tỷ VND/phiên).

Do tác động của dịch COVID-19, Chính phủ đã đưa ra các gói kích cầu cũng như duy trì mức lãi suất thấp và tăng trưởng tín dụng cao. Tuy nhiên, khi nền kinh tế chưa phục hồi hoàn toàn cùng với bối cảnh nhiều biến động của kinh tế thế giới thì việc giá chứng khoán tăng mạnh vào năm 2020-2021 rồi sụt giảm vào năm 2022 làm rầy lên các cảnh báo về hiện tượng “bong bóng” chứng khoán (BBCK). Bài viết nêu lên một số vấn đề về BBCK, mô tả các lần xảy ra BBCK và lý giải, phân tích nguyên nhân của nó. Bên cạnh đó, tác giả sẽ nhận định các rủi ro tiềm ẩn của thị trường, kết hợp với so sánh các yếu tố trong quá khứ để đưa ra nhận xét, đánh giá khả năng xảy ra BBCK tại Việt Nam trong giai đoạn tới. Bài viết được bố cục gồm 5 phần: (1) Giới thiệu chung; (2) Trình bày sơ lược về BBCK và một số nghiên cứu về BBCK trong nước và trên thế giới; (3) Mô tả lại diễn biến các BBCK ở Việt Nam và lý giải nguyên nhân; (4) Phân tích, so sánh số liệu và thảo luận về hiện tượng “bong bóng” chứng khoán năm 2022; và (5) Kết luận.

2. Tổng quan về “bong bóng” chứng khoán

2.1 Định nghĩa và tiêu chí nhận diện bong bóng chứng khoán

Theo quan điểm của Kindleberger (2008), bong bóng có thể được định nghĩa một cách đơn giản là sự gia tăng mạnh về giá của một tài sản hoặc nhiều loại tài sản trong một quá trình liên tục, với sự gia tăng ban đầu tạo ra kỳ vọng tăng thêm và thu hút người mua mới, thường là các nhà đầu cơ quan tâm đến lợi nhuận từ việc kinh doanh tài sản hơn là khả năng sử dụng hoặc thu nhập của nó. Quan điểm này cho thấy giá của tài sản tăng cao một cách không hợp lý (không xuất phát từ thu nhập) và các nhà đầu tư không quan tâm đến giá trị tương lai của tài sản mà chỉ tập trung vào chênh lệch giá trong ngắn hạn.

Bên cạnh đó, các nhà kinh tế đã định nghĩa bong bóng bằng cách liên kết các chuyển động giá tài sản với “các yếu tố cơ bản”. Cụ thể, Garber (2000) định nghĩa bong bóng là một phần của chuyển động giá tài sản không thể giải thích được dựa trên các yếu tố cơ bản. Rosser (2000) cho rằng bong bóng đầu cơ tồn tại khi giá của thứ gì đó không bằng với các yếu tố cơ bản trên thị trường của nó trong một khoảng thời gian vì những lý do khác ngoài những cú sốc ngẫu nhiên.

Liên quan đến TTCK, BBCK xảy ra khi thị giá cổ phiếu các doanh nghiệp tăng nhanh, thường không tương xứng với giá trị nội tại của nó (thu nhập, tài sản...). Những bong bóng này có thể bao gồm toàn TTCK, các quỹ giao dịch hoán đổi (ETF) hoặc cổ phiếu trong một ngành cụ thể.

Theo nghiên cứu của Bruner & Schill (2019), chúng ta có thể dựa theo các điều kiện sau đây để nhận diện bong bóng. *Thứ nhất* là giá thị trường của một tài sản vượt quá giá trị nội tại của nó và cuối cùng dự kiến sẽ sụt giảm giá đáng kể gây ra sự “vỡ” bong bóng. *Thứ hai*, lợi nhuận hàng ngày lệch khỏi “bước đi ngẫu nhiên” theo thông lệ trong thị trường hiệu quả. “Bước đi ngẫu nhiên” bị vi phạm bởi mối tương quan chuỗi cao trong lợi nhuận hàng ngày. *Thứ ba* là sự chuyển biến tâm lý hành vi của nhà đầu tư. Có hai khả năng có thể xảy ra là các nhà đầu tư kỳ vọng quá cao hoặc hoang mang thái quá khi thị trường có biến động mà không tính đến các nền tảng kinh tế vĩ mô hoặc bản chất của doanh nghiệp. *Thứ tư* là thị trường tăng trưởng “nóng”. Mặc dù không phải mọi thị trường bong bóng đều có đặc tính tăng nóng nhưng về cơ bản khi tăng trưởng “nóng” sẽ dẫn theo khối lượng giao dịch tăng cao bất thường, thị giá các cổ phiếu được đẩy lên cao kéo theo sự tham gia thị trường của các nhà đầu tư F0. *Thứ năm* là mức độ đòn bẩy cao, tài trợ vốn tích cực. Với việc tiếp cận dòng vốn “nợ” dễ dàng, cơ hội đầu cơ sẽ gia tăng. Điều này xuất phát từ chính sách tiền tệ mở rộng và tài khóa kích thích của Chính phủ. *Cuối cùng* đó là các xu hướng kinh tế tích cực khiến kỳ vọng của nhà đầu tư thay đổi đáng kể.

2.2 Các nghiên cứu trong nước và quốc tế về “bong bóng” chứng khoán

Hiện nay, có nhiều nghiên cứu định lượng khác nhau để xác định sự xuất hiện của BBCK thông qua mô hình chiết khấu cổ tức. Một trong những phương pháp đầu tiên là kiểm định đường biên phương sai (Variance Bounds Tests) được phát triển bởi Shiller (1981) và LeRoy & Porter (1981). Tiếp đó, West (1987) áp dụng các kiểm tra đặc điểm kỹ thuật cho phương trình Euler và biểu diễn AR của cổ tức. Diba & Grossman (1987, 1988) sử dụng kiểm định tính dừng Dickey-Fuller (DF), kết hợp kiểm định đồng liên kết thông qua các chỉ số của Bhargava (1986), đối với giá cổ phiếu và cổ tức để phát hiện bong bóng.

Funke & cộng sự (1994) áp dụng kiểm định DF và kiểm định Dickey và Fuller mở rộng (ADF) để xác định sự hiện diện của BBCK. Kế đến, Phillips & Yu (2011) đã đề xuất phương pháp kiểm định tính dừng phía phải (SADF). Tuy nhiên, trong trường hợp mẫu nghiên cứu lớn, phương pháp này sẽ kém hiệu quả nếu như có nhiều

bong bong cùng xuất hiện. Để khắc phục nhược điểm này, kiểm định tính dừng phía phải tổng quát (GSADF) được phát triển thành công bởi Phillips & cộng sự (2015).

Bên cạnh đó, có khá nhiều nghiên cứu về cơ chế cảnh báo BBCK. Trong đó, định luật lũy thừa log-tuần hoàn với điểm kỳ dị (LPPLS) được sử dụng rộng rãi. Johansen & cộng sự (2000) đã áp dụng các mô hình này để dự đoán thành công sự “sụp đổ” của thị trường phố Wall, thị trường Hồng Kông. Ngoài ra, Demirer & cộng sự (2017) khẳng định LPPLS có thể khả năng phát hiện và dự đoán trước một số bong bóng nổi bật như Thứ Hai Đen tối, Dot-com và Khủng hoảng nợ dưới chuẩn.

Liên quan đến TTCK Việt Nam, còn ít các nghiên cứu về BBCK. Dựa trên đề xuất của Fukuta (1996), Gunji & Miura (2010) đã sử dụng một số kiểm định nghiệm đơn vị phổ biến (ADF, GLS, PP, KPSS) để kiểm tra sự tồn tại của bong bóng hợp lý trên TTCK Việt Nam. Tất cả các kiểm định này đều cho ra cùng một kết luận rằng không có bong bóng hợp lý nào trên TTCK Việt Nam. Gần đây, Châu & Trần (2020) đã kiểm định hiện tượng bong bóng trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong khoảng thời gian từ năm 2006 đến năm 2019, thông qua các kiểm định SADF và GSADF. Kết quả cho thấy có sự tồn tại bong bóng, với một bong bóng ở giai đoạn 2006-2012, từ tháng 01/2007 đến tháng 3/2007, và một bong bóng ở giai đoạn từ 2013-2019 trong khoảng thời gian từ 06/2017 đến 05/2018. Với phương pháp tương tự, Lê & Nguyễn (2021) đã kiểm định sự hiện diện của BBCK giai đoạn 2006-2021 ở hai sàn HOSE và HNX; kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Châu & Trần (2020). Ngoài ra, nghiên cứu còn phát hiện bong bóng nhỏ xuất hiện vào các giai đoạn từ đầu tháng 03/2020 đến đầu tháng 04/2020 và trong tháng 01/2021.

Ngoài ra, chúng ta có thể tìm thấy các nghiên cứu về nguy cơ BBCK nhưng đa phần đều chưa phải các công bố. Một công bố có thể kể đến là nghiên cứu định tính của Nguyễn (2021), theo tác giả, thì mặc dù TTCK và bất động sản năm 2021 đã tiềm ẩn nhiều rủi ro nhưng chưa có nguy cơ cao về bong bóng giá tài sản.

Với mục đích tương tự cũng như việc sử dụng nghiên cứu định tính, bài viết này sẽ đóng góp thêm một nghiên cứu có tính cập nhật hơn về tình hình hiện tại của TTCK Việt Nam cũng như bối cảnh của nền kinh tế. Do đó, nó sẽ cung cấp một cái nhìn đúng đắn, thời sự hơn về nguy cơ BBCK.

3. Nhìn lại các lần “bong bóng” của thị trường chứng khoán Việt Nam

Phần này chúng ta sẽ nhìn lại các giai đoạn “tăng nóng” rồi “lao dốc” trong hơn 20 năm hình thành và phát triển của TTCK Việt Nam.

3.1 Năm 2000-2003: bong bóng đầu tiên

Phiên giao dịch đầu tiên của TTCK Việt Nam diễn ra vào ngày 28/07/2000, với hai cổ phiếu là REE và SAM cùng tổng giá trị niêm yết đạt 270 tỷ VND. Dù số lượng thành viên còn hạn chế với 5 doanh nghiệp niêm yết (DNNY), 6 công ty chứng

khoán (CTCK) nhưng giao dịch trên thị trường khá sôi động. Nhờ vậy, VN-index đạt mức 206,83 điểm; cao gấp đôi so với khởi điểm. Đà đi lên được củng cố nhờ sự khan hiếm hàng hóa, mất cân đối cung cầu. Chỉ trong vòng nửa năm, chỉ số đã tăng 2,76 lần để đạt mức cao nhất của năm 2001 (571,04 điểm vào ngày 25/06/2001).

Nếu như mất gần 8 tháng để chỉ số đạt mức cao nhất, thì chỉ mất 4 tháng để chỉ số này đi về mức 200 điểm. Cuối năm 2001 ghi nhận VN-index mất hơn 300 điểm. Sang năm 2002 và 2003, thị trường đã áp dụng nhiều biện pháp kỹ thuật mới như: chu kỳ thanh toán T+3, nâng biên độ dao động, tăng số phiên giao dịch. Tuy nhiên, đà giảm của thị trường vẫn tiếp tục, chỉ số VN-index giảm về mức thấp nhất là 130,9 điểm vào ngày 24/10/2003. Điều này khiến các cổ phiếu hàng đầu như REE và SAM đã giảm dưới mệnh giá.



Hình 1. Diễn biến chỉ số VN-index giai đoạn 2000-2003

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

3.2 Năm 2007-2008: “bong bóng” thứ hai xuất phát từ khủng hoảng tài chính thế giới

Sau giai đoạn đầu tăng nóng do sự kỳ vọng của các nhà đầu tư, TTCK đã có sự chững lại ở thời điểm năm 2003-2005, trước khi tăng tốc và đạt những cột mốc mới vào năm 2006, 2007. Cụ thể, xuất phát ở mức 305,28 điểm vào đầu năm thì cuối năm chỉ số này đã tăng 146% lên mức 751,77 điểm. Tiếp đó, thị trường ghi nhận mức đỉnh vào ngày 12/03/2007 khi đạt 1170,67 điểm. Bên cạnh đó, vốn hóa của thị trường cũng tăng gần gấp đôi, 40% GDP so với 22% GDP của năm 2006. Sự tăng trưởng của TTCK Việt Nam đến từ các yếu tố kinh tế vĩ mô ổn định, chính sách tiền tệ nới lỏng, Việt Nam gia nhập thành công Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) vào cuối năm 2007. Bên cạnh đó, sự hưng phấn của thị trường còn đến từ làn sóng phát hành lần đầu ra công chúng (IPO) của các doanh nghiệp Nhà nước như Tập đoàn Bảo Việt, công ty Đạm Phú Mỹ, Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam, Tổng Công ty Tài chính Cổ phần Dầu khí Việt Nam.



Hình 2. Diễn biến chỉ số VN-index và HNX-index giai đoạn 2005-2008

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

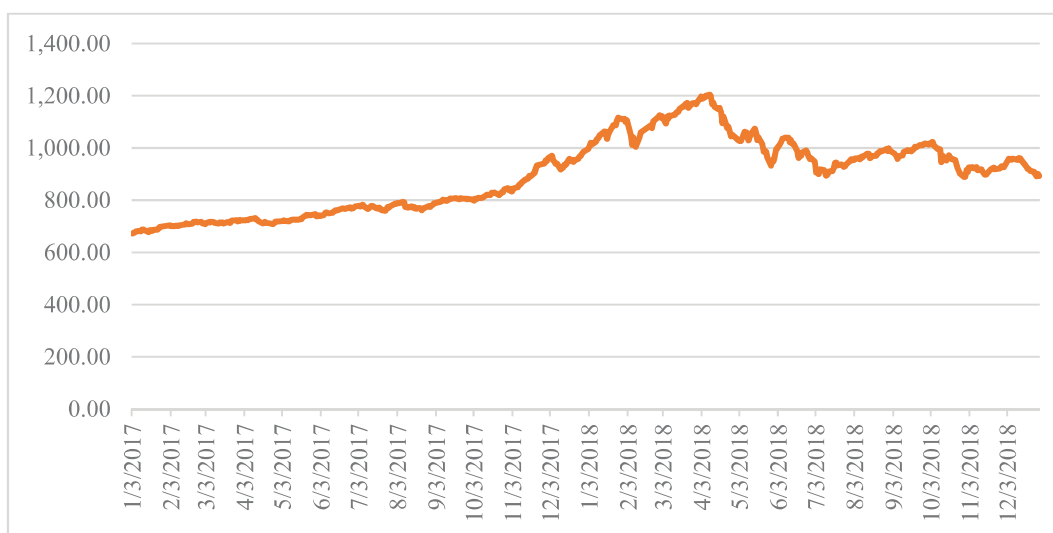
Năm 2007, mức tăng trưởng tín dụng đạt 53,89% cao hơn nhiều so với mức 25,44% của năm 2006. Trong đó, có một lượng lớn vốn đi vào lĩnh vực chứng khoán và bất động sản, điều này đã gây bất ổn vĩ mô, khiến lạm phát tăng cao. Cụ thể, giá tiêu dùng năm 2008 tăng khá cao với mức bình quân trong năm là 22,97%. Trước tình hình này, Chính phủ đã phải sử dụng nghiệp vụ thị trường mở thông qua đợt phát hành 20.300 tỷ VND tín phiếu bắt buộc (17/3). Ngoài ra, lần đầu tiên kể từ 01/12/2005, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) điều chỉnh tăng lãi suất cơ bản, từ 8,25% lên 8,75% vào 01/02/2008. Đặc biệt, trong lần điều chỉnh ngày 11/6, lãi suất cơ bản lên mức cao nhất 14%. Cùng với đó, Chỉ thị số 03 của NHNN nhằm hạn chế cho vay chứng khoán, đã khiến TTCK lao dốc nhanh chóng kể từ cuối năm 2007. Ngoài ra, sự kiện Ngân hàng Đầu tư Lehman Brother tuyên bố phá sản ngày 15/09/2008 một lần nữa tác động tiêu cực đến thị trường. Cụ thể, trong 3 phiên liên tiếp từ 16-18/09/2008, việc mất mỗi phiên hơn 4% đã kéo VN-index về mức 419,28 điểm. Đợt sụt giảm không có dấu hiệu dừng lại khi chỉ số xuống mức thấp nhất của năm vào ngày 10/12/2008 với 286,85 điểm. Như vậy, chỉ trong một năm, VN-index đã mất 65,95% giá trị (tương đương với 605 điểm), về mức 315,62 điểm. Điều tương tự diễn ra ở HNX, với 105 phiên tăng điểm, 142 phiên giảm điểm và 1 phiên không thay đổi điểm, chỉ số HASTC-index đóng cửa tại mức 105,12 điểm, giảm 218,43 điểm (-67,51%) so với năm 2007 (323,55 điểm). Do đó, hàng loạt cổ phiếu giảm giá sàn, sự sợ hãi lan tràn trên thị trường, cộng thêm tâm lý bầy đàn dẫn đến việc các nhà đầu tư bán tháo ồ ạt nhưng lại trắng bên mua. Vì vậy, thanh khoản thị trường sụt giảm 37,93%. Với sự biến động mạnh của thị trường, các nhà đầu tư không có nền tảng kiến thức vững về TTCK cũng như BCK đều phải chịu lỗ nặng, thậm chí trắng tay.

Sự sụt giảm của TTCK trong nước còn tác động đến các nhà đầu tư nước ngoài. Trong năm 2008, giá trị mua ròng của khối ngoại chỉ bằng 1/3 so với năm 2007, với giá trị 8,195 nghìn tỷ VND, so với mức 23,600 nghìn tỷ VND năm trước đó. Ngoài ra, trong năm 2008, dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI) rút khỏi Việt Nam khoảng 558 triệu USD và năm 2009 là khoảng 600 triệu USD. Một hệ lụy nữa là giá trị tài sản của các quỹ đầu tư trên TTCK Việt Nam cũng giảm 30% so với năm 2007, đối lập hoàn toàn với mức tăng 172% của năm 2007.

3.3 Năm 2018: “bóng bóng” thứ ba khi VN-index vượt 1.200 điểm

Sau bóng bóng lần đầu tiên vỡ vào năm 2008, TTCK Việt Nam chủ yếu đi ngang và chỉ thực sự sôi động trở lại vào giai đoạn 2017-2018, tương ứng với một thập kỷ sau bong bóng đầu tiên.

Đà tăng 48% năm 2017 được VN-Index nối tiếp vào các tháng 2 và 3 năm 2018, các mốc điểm quan trọng như 1.000 điểm, 1.100 điểm được vượt qua giúp TTCK Việt Nam có mức tăng mạnh nhất thế giới. Đến cuối tháng 03/2018, 10 năm kể từ khủng hoảng tài chính năm 2008, chỉ số này tái lập mức cao lịch sử với 1.171 điểm. Nửa tháng sau đó, mức kỷ lục mới của VN-index được xác lập vào ngày 09/04/2018 ở mức 1.204 điểm, số điểm cao nhất của chỉ số này từ ngày thị trường đi vào hoạt động.



Hình 3. Diễn biến chỉ số VN-index giai đoạn 2017-2018

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Tuy nhiên, việc “tăng nóng” của chỉ số cùng mức định giá cổ phiếu đắt đỏ đã gây ra những sự bất ổn của thị trường. Kết hợp với các thông tin như chiến tranh thương mại Mỹ-Trung leo thang, chứng khoán thế giới có nhiều biến động, chính sách tiền tệ phân hóa toàn cầu; thị trường bắt đầu bị ảnh hưởng. Bức tranh đối lập xảy ra với TTCK Việt Nam, từ chỉ số tốt nhất trong 3 tháng đầu năm, VN-index đã giảm sâu nhất từ đỉnh của nó chỉ 3 tháng sau đó. Cụ thể, Quý II/2018 ghi nhận mức giảm gần

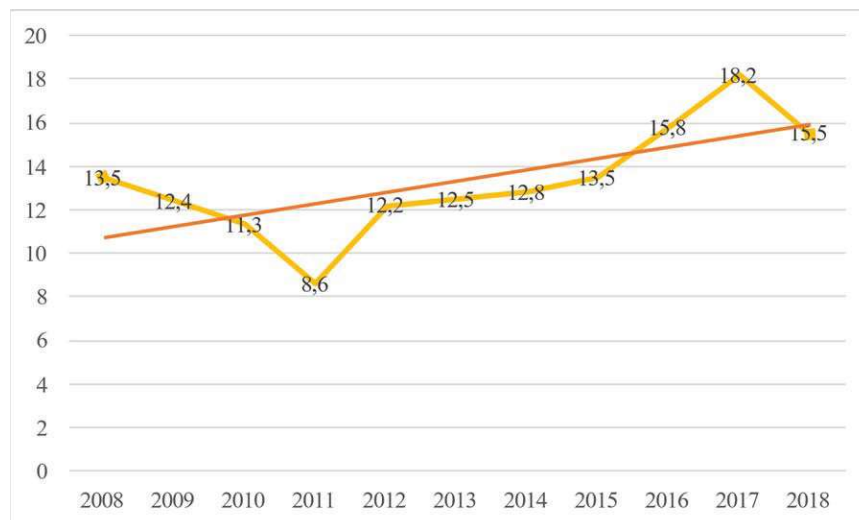
18% của thị trường. Từ mức đỉnh cao 1.211 điểm (10/04/2018), thị trường sụt giảm mạnh 27% xuống đáy 888 điểm (ngày 30/10/2018). Cuối năm 2018, VN-Index giằng co quanh ngưỡng 900 điểm, mất gần 10% so với thời điểm cuối năm 2017.

Sự sụt giảm của thị trường khiến cho các nhà đầu tư đứng ngoài thị trường, các tài khoản rơi vào trạng thái “đóng băng”. Thanh khoản ở hai thời điểm: nửa đầu và nửa cuối năm 2018 có sự phân hóa rõ ràng. Sáu tháng đầu năm 2018 ghi nhận giao dịch trung bình mỗi phiên 6.840 nghìn tỷ VND, với tháng 01/2018 có giá trị giao dịch lớn nhất hơn 168.9 nghìn tỷ VND. Con số này sụt giảm mạnh, chỉ còn phân nửa vào 6 tháng cuối năm khi giao dịch trung bình mỗi phiên đạt 4.341 nghìn tỷ VND, trong đó giá trị giao dịch tháng 11 thấp nhất cả năm, chỉ đạt 796 nghìn tỷ VND, bằng 47% so với tháng 01/2018. Ngoài ra, các cổ phiếu bluechips trong rổ VN30 từng tăng trưởng 53,89% năm 2017, nay giảm 12,36% cao hơn mức giảm của chỉ số VN-index.

3.4 Nguyên nhân của các “bong bóng”

Giá cổ phiếu tăng phi mã

Một bong bóng luôn liên quan đến một đợt giá tăng nóng. Vì vậy, ta có thể căn cứ vào dữ liệu lịch sử để so sánh, nếu việc định giá cao hơn giá trị trung bình trong quá khứ thì có khả năng bong bóng xảy ra. Cụ thể, P/E ở mức 31,4x và P/B lên tới 8,9x tại thời điểm cuối Quý I/2007. Riêng cổ phiếu ngân hàng lúc đó với hai ngân hàng niêm yết, có định giá P/E chỉ ở mức 21x nhưng P/B lên tới 9,6x. Sau khi bong bóng đầu tiên vỡ vào năm 2008, P/E của thị trường đã giảm sâu về mức thấp nhất trong lịch sử là 8,6 lần vào năm 2011. Sau đó với đà hồi phục của thị trường thì P/E dần tăng lên và đạt đỉnh ở mức 23 lần (04/2018), trước khi về mức 15,5 vào cuối năm. Như vậy hai lần xảy ra bong bóng đều tương ứng với sự định giá P/E cao hơn so với P/E trung bình 10 năm (14,5 lần).

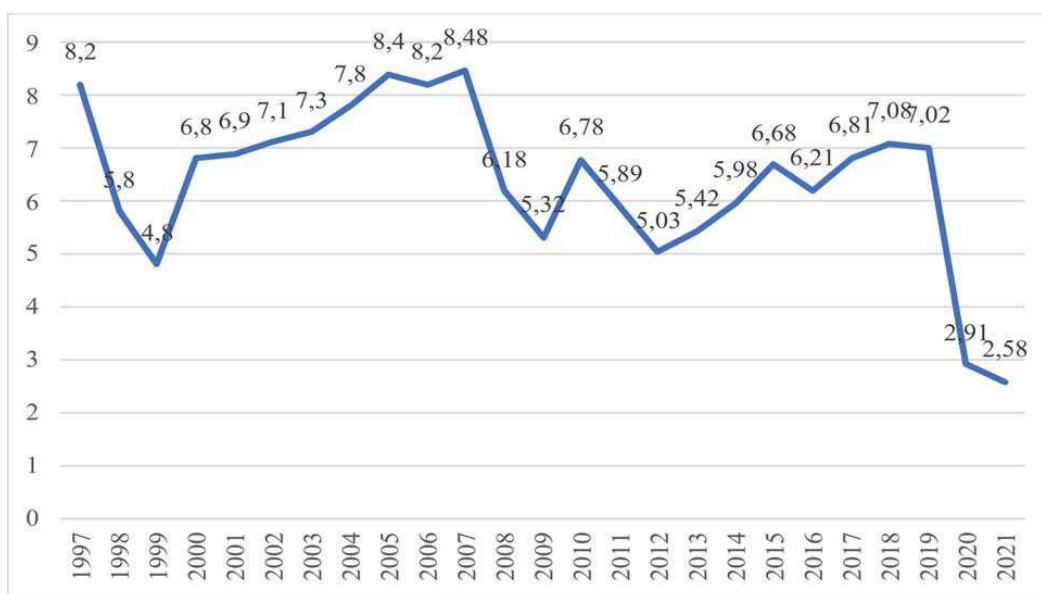


Hình 4. Chỉ số P/E và trung bình 10 năm của TTCK Việt Nam giai đoạn 2008-2018

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Nền kinh tế liên tục tăng trưởng qua nhiều năm

Khi nền kinh tế tăng trưởng bền vững sẽ giúp các nhà đầu tư củng cố niềm tin vào mức tăng trưởng tiếp theo của nền kinh tế và khi đó thường sẽ xuất hiện bong bóng kinh tế. GDP của Việt Nam có sự bứt phá lớn trong giai đoạn từ năm 1999 đến 2003. Đà tăng trưởng này kéo dài đến năm 2007, khi GDP đạt kỷ lục ở mức 8,4%, đứng thứ hai tại khu vực Châu Á, chỉ sau Trung Quốc. Năm 2018 đánh dấu mức tăng trưởng cao nhất kể từ khủng hoảng tài chính với mức 7,1%, sự gia tăng này là kết quả tích lũy của các năm GDP tăng liên tục với mức trung bình 6%/năm.



Hình 5. Tăng trưởng GDP Việt Nam qua các năm từ 1997-2021 (%)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Sự xuất hiện của những yếu tố mới

Một điểm đáng lưu ý là bong bóng thường xuất hiện đồng thời với một sự thay đổi hay phát triển của nền kinh tế. Với bối cảnh nền kinh tế Việt Nam, thời điểm năm 2000-2003 đánh dấu sự ra đời của một sản phẩm đầu tư mới trên thị trường tài chính còn khá non trẻ của Việt Nam. Sau đó năm 2007-2008 là sự kiện Việt Nam gia nhập WTO cũng như việc Luật Chứng khoán có hiệu lực. Tiếp đó, HOSE đã triển khai giao dịch khớp lệnh liên tục nhằm cải thiện giao dịch cho các nhà đầu tư. Sang đến giai đoạn 2017-2018, TTCK Việt Nam đã có nhiều biến chuyển với nhiều sản phẩm cũng như bộ chỉ số mới. Cụ thể, HOSE và HNX đã triển khai chỉ số chung VNX50, ra mắt chỉ số Phát triển bền vững (VNSI). Để hoàn thiện cấu trúc của TTCK, TTCK phái sinh được ra đời với việc đưa vào sử dụng hợp đồng tương lai cho chỉ số VN30. Ngoài ra, năm 2018, TTCK Việt Nam lần đầu tiên được lọt vào danh sách theo dõi nâng hạng (Watch List) theo công bố của FTSE Russell.

Sự quan tâm của công chúng và truyền thông

Sự quan tâm của công chúng và truyền thông được phản ánh qua thông tin số lượng DNNY cũng như số lượng nhà đầu tư tham gia thị trường. Nếu như kết thúc năm 2005, sàn HOSE và HNX chỉ có 38 DNNY, thì đến cuối năm 2007 số lượng DNNY đã tăng lên gấp 6,57 lần (250 doanh nghiệp). Tương tự, số lượng tài khoản chứng khoán cũng tăng đột biến trong hai năm này với tốc độ tăng trưởng bình quân đạt 230%. Bên cạnh đó, số lượng các CTCK cũng tăng dần qua thời gian từ 13 công ty vào năm 2005, lên 62 vào năm 2007 và 91 công ty ở thời điểm năm 2009. Ngoài ra, thị trường còn thu hút được sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài. Số lượng tài khoản mở mới mỗi năm tăng 3-4 lần trong giai đoạn này, cùng với sự tham gia ngày càng tích cực của khối ngoại so với toàn thị trường từ mức 11% năm 2005 lên 15% năm 2006 và lần lượt đạt 22,37% và 24,7% cho các năm 2007, 2008.

Sang giai đoạn 2017-2018, sự quan tâm của các nhà đầu tư còn thể hiện qua sự thành công của phiên đấu giá cổ phần của Tổng Công ty Bia Rượu Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco) khi thu về gần 110.000 tỷ VND (tương đương 4,9 tỷ USD) cho Nhà nước, lập kỷ lục về giá trị đấu giá trên TTCK Việt Nam. Tiếp đến, năm 2018, Việt Nam có 5 vụ IPO huy động tổng cộng 2,6 tỷ USD, dẫn đầu khu vực, vượt Singapore và Thái Lan. Trong đó, thương vụ IPO của CTCP Vinhomes được coi là thương vụ IPO lớn nhất Đông Nam Á năm 2018 khi mang về 1,35 tỷ USD.

4. Đánh giá thị trường chứng khoán từ năm 2020 đến năm 2022

4.1 Bối cảnh thị trường năm 2020 và 2021

Năm 2020 và 2021, đại dịch COVID-19 đã gây ảnh hưởng ở các mức độ khác nhau đến nền kinh tế thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng cũng như có các tác động cụ thể đến TTCK. Tuy nhiên, khả năng hấp thụ thông tin của thị trường Việt Nam với sự kiện này ở từng thời điểm có sự đối lập tương đối lớn.

Thời điểm đầu tiên khi đại dịch bắt đầu lan rộng ra thế giới cũng như việc Việt Nam phát hiện ca nhiễm đầu tiên, TTCK đã phản ứng khá tiêu cực. Điều đó dẫn đến việc chỉ số VN-index giảm mạnh về mức 650 điểm, tương ứng với 33,51% giá trị. Điều này cũng lặp lại vào tháng 07/2020 khi dịch bệnh xuất hiện ở Đà Nẵng, với hai phiên giảm điểm rất mạnh vào các ngày 24 (giảm 27,59 điểm) và 27/07 (giảm 43,39 điểm).

Với các nỗ lực phòng chống dịch bệnh của Chính phủ, thị trường đã có dấu hiệu phục hồi trong giai đoạn sau tháng 03/2020 và tăng trưởng tốt vào những tháng cuối năm 2020. Nhờ vậy, thị trường kết thúc năm ở mức 1103,07 điểm, tăng 67,3% so với đáy của ngày 24/03/2020. Đà tăng của thị trường được nối tiếp sang năm 2021 khi chỉ số VN-index một lần nữa tạo đỉnh mới cho chính mình với mức 1420,27 điểm vào ngày 02/07/2021.



Hình 6. Diễn biến chỉ số VN-index giai đoạn 2020-2021

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Tương tự năm 2020, tháng 07/2021 lại ghi nhận nhiều phiên giảm điểm của thị trường, chỉ 20 ngày sau khi tạo đỉnh, VN-index đã mất đến 151,44 điểm, trong đó có những phiên mất hơn 50 điểm (ngày 06/07 mất 56,34 điểm, ngày 19/07 mất 55,80 điểm). Có sự điều chỉnh sâu là do diễn biến phức tạp của làn sóng COVID-19 thứ 4: số ca nhiễm tăng cao ở Thành phố Hồ Chí Minh, nhiều thành phố lớn như Hà Nội, Hải Phòng phải áp dụng biện pháp giãn cách xã hội. Bên cạnh đó, cổ phiếu ngành ngân hàng bị bán tháo do dự báo về triển vọng Quý III và IV của ngành thấp.

Sau đó, thị trường ổn định và tăng trưởng trở lại, chinh phục các cột mốc mới. Cuối tháng 12/2021, VN-Index đạt 1498,28 điểm, tăng 1,34% so với tháng trước, tăng 35,73% so với đầu năm. Thanh khoản thị trường tạo nên dấu ấn khi có phiên giao dịch kỷ lục với giá trị gần 52 nghìn tỷ VND (2,2 tỷ USD) vào ngày 03/11. Tính chung cả năm, giá trị giao dịch bình quân phiên đạt trên 21953 tỷ VND, tăng 247,27% so với năm 2020. Bên cạnh đó, số lượng tài khoản mở mới đạt 1,5 triệu, tăng gấp 3 so với năm 2020 cũng như lớn hơn tổng số tài khoản của 5 năm trước cộng lại.

Mặc dù thị trường có sự tăng trưởng ấn tượng nhưng vẫn còn tiềm ẩn khá nhiều rủi ro, trong đó có rất nhiều phiên giảm điểm mạnh vào các tháng 07/2021, tháng 11/2022 (mất 87,23 điểm qua 7 phiên). Điển hình và có thể coi là phiên giảm mạnh nhất trong lịch sử là ngày 19/01/2021, chỉ trong phiên sáng thị trường đã mất 74,71 điểm (6,27% giá trị), sau đó có sự hồi phục nhẹ vào phiên chiều nhưng cả ngày đã

mất 60,9 điểm. Sự điều chỉnh này không xuất phát từ các thông tin tiêu cực trong thị trường mà chủ yếu đến từ tâm lý chốt lời của các nhà đầu tư sau khi thị trường đã tăng một thời gian dài. Như vậy, nguy cơ bong bóng, rủi ro dòng tiền từ các nhà đầu tư hay việc sử dụng giao dịch ký quỹ quá cao là những rủi ro tiềm ẩn của thị trường.

4.2 Nguyên nhân

Để có được sự tăng trưởng mạnh như vậy, thị trường đã được hưởng lợi bởi nhiều yếu tố khác nhau, trong đó, *thứ nhất*, là khả năng kiểm soát bệnh dịch của Chính phủ. Điều này đã giảm thiệt hại về người và của của như tạo tiền đề cho nền kinh tế phục hồi. Nhờ đó, GDP năm 2020 cũng Việt Nam dù thấp nhưng vẫn duy trì được mức tăng 2,99%; trở thành quốc gia duy nhất ở khu vực ASEAN và thuộc số ít các nước có tăng trưởng dương. Dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vẫn được duy trì ở mức 28,53 tỷ USD cho năm 2020 và 31,15 tỷ USD cho năm 2021.

Thứ hai, thị trường cũng được hưởng lợi từ các chính sách hỗ trợ, tháo gỡ khó khăn cho các doanh nghiệp. Cụ thể, Bộ Tài chính đã miễn, giảm phí, lệ phí và giá dịch vụ trong lĩnh vực chứng khoán. Ngoài ra, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cũng cắt giảm các thủ tục hành chính, tạo điều kiện cho doanh nghiệp mua cổ phiếu quỹ; hướng dẫn các doanh nghiệp tổ chức đại hội đồng cổ đông trực tuyến cũng như chỉ đạo hai sở giao dịch xây dựng các kịch bản ứng phó thích hợp. Ngoài ra có một yếu tố quan trọng giúp thị trường tăng trưởng là mặt bằng lãi suất thấp.

Thứ ba, nhà đầu tư trong nước đang khó khăn trong việc tìm kiếm các kênh đầu tư. Cụ thể trong giai đoạn 2018-2019, giá bất động sản đã tăng khá cao, việc đầu tư bất động sản chỉ an toàn khi thị trường ở giai đoạn bình thường và các nhà đầu tư có sẵn tiềm lực tài chính. Bên cạnh đó, giá vàng trên thế giới cũng như ở Việt Nam trong năm 2020 cũng tăng cao, khi mức lợi nhuận của vàng ở mức gần 30% so với đầu năm. Đặc biệt trong bối cảnh Cách mạng Công nghiệp 4.0, các nhà đầu tư dễ dàng mở tài khoản mà không cần đến trực tiếp, do đó TTCK đã dễ dàng thu hút được nguồn vốn nhàn rỗi trong dân.

Thứ tư, thanh khoản thị trường tăng cao và tâm lý của các nhà đầu tư. Các dữ liệu đều cho thấy trong hai năm 2020-2021, số lượng nhà đầu tư mới tham gia thị trường tăng rất cao, cũng như thanh khoản thị trường đạt mức kỷ lục. Để giải thích cho điều này, nghiên cứu của Nguyễn (2021) đã đưa ra hai hiệu ứng, đó là hiệu ứng TINA (There Is No Alternative - không có lựa chọn nào khác) và hiệu ứng FOMO (Fear of Missing Out - hội chứng sợ bỏ lỡ). Trong đó, hiệu ứng TINA giúp chúng ta biết được lý do vì sao dòng tiền chảy vào TTCK. Nó cũng có những nét tương đồng với lý do thứ ba vừa nêu ở trên. Khi các kênh đầu tư bị hạn chế, lãi suất duy trì ở mức thấp thì việc tham gia TTCK là một giải pháp ngắn hạn hợp lý. Ngoài ra, liên quan đến hiệu ứng FOMO thì đa phần các nhà đầu tư ở Việt Nam đều là nhà đầu tư cá nhân và hai năm qua ghi nhận rất nhiều nhà đầu tư F0, họ đều có tâm lý đám đông và đi theo xu hướng của thị trường.

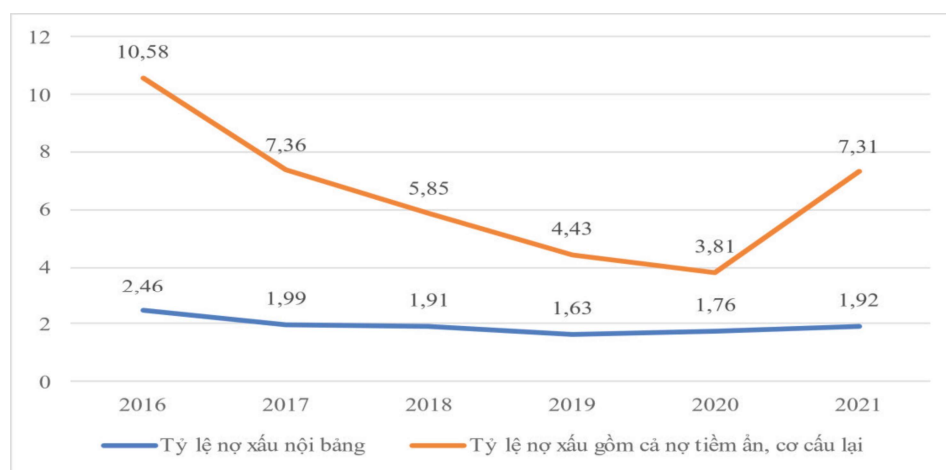
Thứ năm, bên cạnh dòng tiền của các nhà đầu tư, các hoạt động giao dịch ký quỹ (margin) và ứng trước tiền bán cũng chảy mạnh vào thị trường. Dư nợ cho vay trong năm 2020-2021 tăng theo quý, quý sau cao hơn quý trước với tốc độ tăng trung bình 21,89%. Trong đó các Quý IV/2020 và IV/2021, có mức tăng trưởng cao nhất, lần lượt ở mức 39,5% và 27,7%, hoàn toàn phù hợp với đà tăng mạnh của chỉ số VN-index vào các tháng cuối năm.

4.3 Rủi ro tiềm ẩn

Trong năm 2020-2021 TTCK Việt Nam tăng trưởng mạnh mẽ nhưng hiện tượng “bong bóng” có thể xuất hiện cùng với các rủi ro tiềm ẩn đến từ nội tại cũng như yếu tố bên ngoài.

Rủi ro thứ nhất là áp lực lạm phát, đặc biệt sau một thời gian dài nói lỏng tiền tệ để hỗ trợ nền kinh tế phục hồi sau đại dịch COVID. Cụ thể, Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (FED) đã có những động thái cụ thể khi công bố lộ trình cắt giảm dần và tiến tới ngừng các gói kích thích. Nếu như các động thái này chưa đủ giúp kiềm chế lạm phát thì biện pháp thắt chặt tiền tệ sẽ được áp dụng. Nếu như vậy thì mặt bằng lãi suất tăng, khiến cho lợi nhuận đầu tư chứng khoán giảm và kéo theo dòng tiền vào thị trường cũng giảm theo.

Thứ hai, nợ xấu của hệ thống ngân hàng tăng cao do hậu quả của dịch COVID-19. Việc giãn cách xã hội dẫn đến hoạt động sản xuất bị đình trệ và ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của các doanh nghiệp. Do đó tỷ lệ nợ xấu nội bảng của toàn ngành ngân hàng đã ở mức 1,92%. Trong đó, có nhiều ngân hàng có khả năng quản trị tốt như VPBank, riêng năm 2021 nợ xấu lên đến 4,47%. Hay như nợ xấu của Ngân hàng Nam Á tăng 117% về giá trị so với năm 2020. Nếu như tính toán lại cơ cấu nợ xấu theo Thông tư số 01 thì con số này còn lên đến 7,31%, tăng vọt so với năm 2020.



Hình 7. Tỷ lệ nợ xấu toàn ngành ngân hàng qua các năm

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Thứ ba, động lực tăng trưởng của thị trường xuất phát từ sức mạnh của dòng tiền lỏng chứ không phải từ hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp. Năm 2020, tổng lợi nhuận Quý IV/2020 của các công ty niêm yết trên ba sàn chứng khoán (HOSE, HNX, UpCom) tăng 14,7% so với cùng kỳ năm trước, tích cực hơn so với mức giảm 25,4%; 9,6% và 6,2% của các Quý I, II và III. Tuy nhiên, lũy kế cả năm 2020, tổng doanh thu và lợi nhuận lần lượt giảm 4,7% và 4% so với cùng kỳ. Do đó, giá chứng khoán đi nhanh hơn so với tốc độ phục hồi nền kinh tế nhờ lãi suất đang ở vùng thấp. Tuy nhiên, lãi suất thấp lại là một nguyên nhân phổ biến hình thành bong bóng giá tài sản trong quá khứ.

Thứ tư, là TTCK diễn biến không theo quy luật cung cầu, mà đang biến động theo hiệu ứng TINA và hiệu ứng FOMO. Hay nói cách khác, làn sóng nhà đầu tư mới gia nhập thị trường hầu như không có kiến thức về chứng khoán, chủ yếu đầu tư theo đám đông. Hiện tại khi thị trường sôi động, họ tích cực tham gia thị trường. Tuy nhiên, ngược lại nếu thị trường có biến động thì các nhà đầu tư này cũng sẽ có khả năng rời bỏ thị trường. Chính vì vậy, bất động sản và chứng khoán tăng giá do nhiều yếu tố kết hợp mà không phải do cầu kéo.

Như vậy sự phát triển của TTCK Việt Nam năm 2020-2021 mang tính chất nóng, không phải do giá trị nội tại của doanh nghiệp mà là do sự hưng phấn của các nhà đầu khiến dòng tiền nóng mang tính chất nhất thời đổ vào thị trường. Nếu như không có thêm các thông tin tốt hỗ trợ thị trường thì khi các dòng tiền thoát lui khỏi thị trường như kịch bản của năm 2007 sẽ gây ra sự sụp đổ của thị trường.

4.4 Thảo luận về hiện tượng “bong bóng” chứng khoán năm 2022

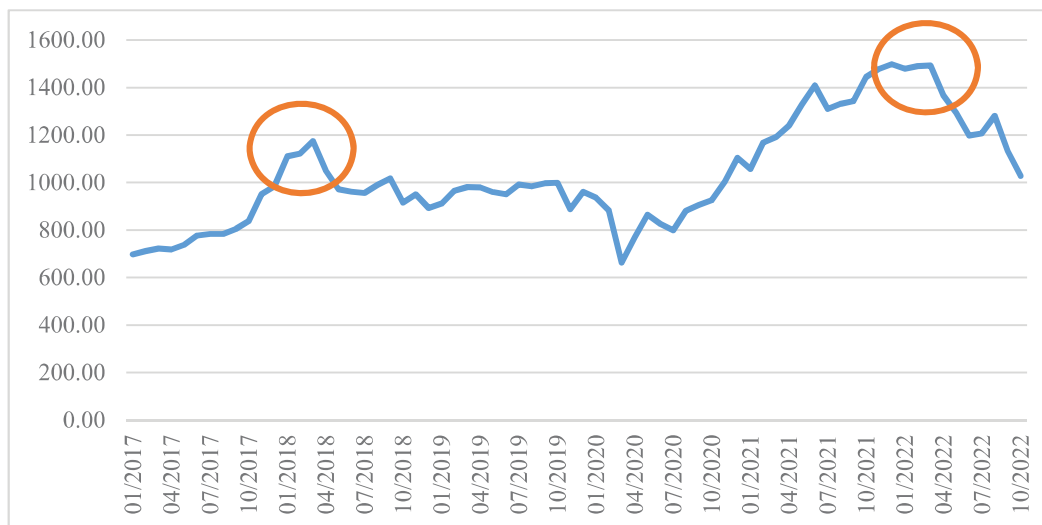
Bên cạnh các rủi ro tiềm ẩn kể trên thì chỉ số VN-index ở hai giai đoạn năm 2018 và 2022 đang có khá nhiều điểm tương đồng.

Đầu tiên là nhịp điều chỉnh. Sau giai đoạn tăng nhanh vào hai năm trước đó, khi đa phần các nhà đầu tư đều thu được lợi nhuận từ thị trường, thì đến tháng 04/2018 cũng như tháng 04/2022, thị trường đều ghi nhận có các sự điều chỉnh. Thực tế đã cho thấy rằng kết thúc phiên giao dịch cuối cùng của năm 2022, chỉ số VN-index còn 1.007,09 điểm, giảm 32,78% so với đầu năm.

Ngoài ra, biến động hay các sự kiện quốc tế cũng tác động đến kinh tế Việt Nam. Năm 2018 xảy ra chiến tranh thương mại Mỹ-Trung thì năm 2022 có xung đột giữa Nga và Ukraine. Ngoài ra, chiến lược Zero COVID của Trung Quốc, sự đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu hay sự tăng giá lương thực và giá dầu cũng làm áp lực lạm phát gia tăng.

Năm 2018, giá dầu cũng tăng nhưng không mạnh như năm 2022. Cụ thể, giá dầu đã đạt đỉnh vào ngày 10/03/2022 với mức 127,98 USD, cao hơn 65% giá cuối cùng của năm 2021. Dù giá dầu đã hạ nhiệt về mức 90 USD/thùng, tuy nhiên nó vẫn cao hơn mức giá cao nhất của năm 2018 (86,29 USD/thùng vào ngày 03/10/2018).

Bên cạnh đó, chỉ số giá lương thực của FAO (FFPI)² đạt trung bình 135,7 điểm vào tháng 11/2022, đã giảm 24 điểm (15%) so với mức cao nhất vào tháng 3 năm nay (159,7), nhưng vẫn cao hơn 10 điểm (7,9%) so với giá trị trung bình của cả năm 2021 (125,7 điểm).



Hình 8. Diễn biến thị trường chứng khoán giai đoạn 2017-10/2022

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Bên cạnh đó, tương tự năm 2018, FED có động thái tăng lãi suất vào năm 2022 để siết chặt hơn về dòng tiền. Cụ thể, lãi suất điều hành của FED đã được điều chỉnh 7 lần với mức tăng 4,25%. Tương tự, Ngân hàng Trung ương Anh và Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) cũng điều chỉnh tăng lãi suất.

Liên quan đến Việt Nam, những tháng đầu năm 2022, NHNN giữ nguyên các mức lãi suất điều hành thì sau đó NHNN đã tăng 1% các mức lãi suất điều hành và nâng mức lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng đồng Việt Nam (VND) của tổ chức, cá nhân tại TCTD (áp dụng với các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng). Điều đó khiến cho mặt bằng lãi suất tiền gửi tại các ngân hàng thương mại cũng tăng theo, thu hút dòng tiền quay trở lại hệ thống ngân hàng và giảm sự hấp dẫn của kênh đầu tư chứng khoán trong ngắn hạn. Cụ thể, tín dụng vào lĩnh vực chứng khoán, đầu tư đã giảm 35% vào cuối tháng 08/2022, chỉ chiếm 0,32% dư nợ tín dụng hệ thống ngân hàng.

Cũng do ảnh hưởng của lạm phát, áp lực lên tỷ giá USD/VND tăng mạnh trong tháng 10/2022. Để ổn định thị trường ngoại hối, vào ngày 17/10, NHNN đã điều chỉnh biên độ tỷ giá giao ngay USD/VND từ mức +/-3% lên +/-5%. Đây là động thái điều chỉnh biên độ lần đầu tiên của NHNN sau gần 10 năm, cũng như là điều chỉnh giá bán tại Sở giao dịch NHNN lần thứ hai liên tiếp trong vòng một tháng.

² Chỉ số giá lương thực của FAO (FFPI) là thước đo sự thay đổi hàng tháng về giá quốc tế của một rổ hàng hóa lương thực. Chỉ số này bao gồm giá trị trung bình của 5 chỉ số giá nhóm hàng hóa (thịt, sữa, ngũ cốc, dầu thực vật, đường) được tính theo tỷ trọng xuất khẩu bình quân của từng nhóm trong giai đoạn 2014-2016.

Năm 2008, tỷ giá trời sập bất thường khi giảm mạnh trong giai đoạn đầu năm và tăng mạnh từ giữa năm, gây ra những xáo trộn lớn đến kế hoạch sản xuất kinh doanh của nhiều doanh nghiệp. Do đó, NHNN đã ba lần mở rộng biên độ dao động tỷ giá giữa VND và USD, đưa biên độ tỷ giá từ $\pm 0,75\%$ lên $\pm 1\%$, $\pm 2\%$ và $\pm 3\%$ so với tỷ giá bình quân liên ngân hàng.

Năm 2022 còn ghi nhận các động thái tích cực nhằm “làm sạch” thị trường như xử lý nghiêm các hành vi thao túng làm giá của các tổ chức và cá nhân, cũng như kỷ luật cách chức các cán bộ có sai phạm trong khâu điều hành giám sát thị trường. Tuy nhiên, nó tác động đến tâm lý chung trên TTCK, tạo tâm lý thận trọng trong đầu tư, tác động đến dòng tiền trên thị trường. Kết hợp với việc ban hành Thông tư số 16/2021/TT-NHNN và Nghị định số 65/2022/NĐ-CP liên quan đến phát hành và giao dịch trái phiếu doanh nghiệp đã gây ra sự sụt giảm lên đến 51% của kênh huy động vốn này. Bên cạnh đó, dù thị trường có thêm gần 2,5 triệu tài khoản giao dịch chứng khoán mới nhưng thanh khoản thị trường lại giảm 21% so với năm 2021, với giá trị bình quân năm 2022 chỉ đạt 20,7 nghìn tỷ đồng. Cụ thể, sau khi đạt đỉnh vào Quý I/2022 (bình quân 31,4 nghìn tỷ đồng/phiên), giá trị giao dịch có dấu hiệu giảm dần bắt đầu từ tháng 4/2022, với việc giảm 17,76% so với tháng 3. Thanh khoản kém dần vào 3 tháng tiếp theo trong năm với tốc độ giảm trung bình khoản 19%. Vào tháng 8/2022, thanh khoản khôi phục nhưng đến tháng 9 lại sụt giảm, và đã giảm mạnh nhất vào tháng 10 khi thanh khoản chỉ đạt trung bình 9.253 nghìn tỷ đồng/phiên, giảm 30,9% so với tháng 9.

Tóm lại, hiện tượng “bong bóng” của TTCK Việt Nam đã và đang hình thành, nó xuất phát từ những biểu hiện của nền kinh tế cũng như dựa trên các điều kiện nhận diện bong bóng. Ngoài ra, các điểm tương đồng giữa các bong bóng quá khứ và điều kiện hiện tại thì càng thấy rõ hơn sự hiện diện của bong bóng cũng như khả năng bong bóng sẽ “vỡ” trong tương lai gần.

5. Kết luận

Bài nghiên cứu đã khái quát cơ sở lý thuyết về BBCK cũng như các tiêu chí để nhận diện bong bóng. Bên cạnh đó, tác giả đã mô tả lại các diễn biến của các đợt BBCK trên thị trường Việt Nam. Ngoài ra, tác giả đã so sánh các yếu tố của năm 2020 với các nguyên nhân gây ra bong bóng trước đó.

Hiện tại, mặc dù chưa có nghiên cứu định lượng nào về BBCK Việt Nam năm 2022, tuy nhiên, dựa trên cơ sở phân tích định tính thì TTCK Việt Nam đang hội tụ khá nhiều yếu tố của việc hình thành bong bóng là lãi suất thấp, định giá cao, tâm lý hưng phấn của nhà đầu tư trong giai đoạn 2020-2021. Bên cạnh đó, nếu so sánh với các bong bóng trước đó thì đã một số rủi ro hiện hữu như xung đột Nga-Ukraine, lạm phát tăng cao, giá dầu và lương thực tăng và chính sách tiền tệ thắt chặt ở nhiều quốc gia. Mặc dù Việt Nam đang được hỗ trợ bởi nền tảng kinh tế vĩ mô tương đối ổn định như tăng trưởng cao (GDP năm 2022 tăng 8,02%, là mức tăng cao nhất giai đoạn

2011-2022), lạm phát được kiểm soát (bình quân năm 2022, CPI tăng 3,15% so với cùng kỳ; lạm phát cơ bản tăng 2,59%); tuy nhiên các nhân tố này có độ trễ nhất định với thị trường. Bên cạnh đó, mặt bằng lãi suất tăng cao đang là mối đe dọa lớn nhất đối với thị trường, khiến dòng vốn đang chạy khỏi thị trường. Một yếu tố nữa là tâm lý hoảng sợ của các nhà đầu tư, với hiệu ứng TINA thì các nhà đầu tư sẽ dễ dàng từ bỏ kênh đầu tư chứng khoán để tập trung vốn vào các kênh đầu tư khác ít rủi ro hơn.

Như vậy, hiện tượng “bong bóng” đã và đang hình thành, cùng với đó là nguy cơ “vỡ” bong bóng là hiện hữu, điều này sẽ gây ra nhiều hệ lụy tới kinh tế - xã hội. Trước các diễn biến phức tạp trên thị trường thế giới cũng như các yếu tố nội tại, Chính phủ cũng cần có các biện pháp thích hợp để hỗ trợ thị trường, tránh các tác động lan tỏa và ảnh hưởng tiêu cực trong dài hạn. Việc tăng lãi suất của NHNN là động thái hợp lý để ổn định vĩ mô, kiềm chế lạm phát cũng như giảm áp lực lên tỷ giá. Tuy nhiên, việc tăng lãi suất ở mức 1% thay vì tăng nhiều lần của NHNN đã gây ra phản ứng rất tiêu cực của TTCK, do đó NHNN nên cân nhắc có sự điều chỉnh phù hợp.

Về phía các nhà đầu tư, trước hết họ cần củng cố lại nền tảng kiến thức về thị trường cũng như tìm hiểu các phương pháp phòng ngừa rủi ro như áp dụng các công cụ chứng khoán phái sinh, hợp đồng tương lai, chứng quyền có bảo đảm. Bên cạnh đó, việc thị trường giảm điểm sẽ giúp thị giá về gần với đúng giá trị nội tại của các doanh nghiệp. Đây cũng là cơ hội để các nhà đầu tư tái cơ cấu lại danh mục cũng như xây dựng một chiến lược quản trị rủi ro đúng đắn.

Lời cảm ơn:

Bài báo là sản phẩm của đề tài cấp Bộ: “Nghiên cứu mối quan hệ giữa bong bóng chứng khoán và bong bóng bất động sản tại Việt Nam”, mã số: B2022-NTH-03.

Tài liệu tham khảo

- Bruner, R.F. & Schill, M.J. (2019), “Asset price bubbles”, *Darden Case No. UVA-F-1919*, <https://ssrn.com/abstract=3682587>, truy cập ngày 20/11/2022
- Châu, D.N.H. & Trần, T.T.A. (2020), “Kiểm định sự hiện diện của bong bóng trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2006-2019”, *Tạp chí khoa học Đại học Mở Thành Phố Hồ Chí Minh-Kinh tế và Quản trị kinh doanh*, Số 15, Tập 1, tr. 34-45.
- Demirer, R., Demos, G., Gupta, R. & Sornette, D. (2017), “On the predictability of stock market bubbles: evidence from LPPLS ConfidenceTM multi-scale indicators”, *Quantitative Finance*, Forthcoming.
- Diba, B. & Grossman, H. (1987), “On the inception of rational bubbles”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, pp. 697-700.
- Diba, B. & Grossman, H. (1988), “Explosive rational bubbles in stock prices?”, *American Economic Review*, Vol. 78, pp. 520-530.
- Funke, M., Hall, S. & Sola, M. (1994), “Rational bubbles during Poland's hyperinflation: implications and empirical evidence”, *European Economic Review*, Vol. 38 No. 6, pp. 1257-1276.

- Garber, P. (2000), *Famous First Bubbles*, MIT Press.
- Gunji, H. & Miura, K. (2010), “Did a rational bubble exist in the Vietnam stock market?”, *The Empirical Economics Letters*, Vol. 9 No. 5, pp. 449-457.
- Johansen, A., Ledoit, O. & Sornette, D. (2000), “Crashes as critical points”, *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, Vol. 2, pp. 219-255.
- Kindleberger, C.P. (2008), “Bubbles in History”, in: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave Macmillan, London.
- Lê, D.H. & Nguyễn, T.N.Q. (2022), “Kiểm định sự hiện diện của bong bóng chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2006-2021”, *Tạp chí Kinh tế và Ngân hàng Châu Á*, Số 195, tr. 32-47.
- LeRoy, S.F. & Porter, R.D. (1981), “The present-value relation: tests based on implied variance bounds”, *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, Vol. 49 No. 3, pp. 555-574.
- Nguyễn, M.T. (2021), “Đại dịch Covid-19 tác động như thế nào đến nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Tài chính doanh nghiệp*, Số 9, tr. 16-18.
- Nguyễn, N.A. (2021), “Nguy cơ bong bóng tài sản tại Việt Nam và một số khuyến nghị”, *Tạp chí Ngân hàng*, Số 18, tr. 34-38.
- Phillips, P.C. & Yu, J. (2011), “Dating the timeline of financial bubbles during the subprime crisis”, *Quantitative Economics*, Vol. 2 No. 3, pp. 455-491.
- Phillips, P.C., Shi, S. & Yu, J. (2015), “Testing for multiple bubbles: limit theory of real-time detectors”, *International Economic Review*, Vol. 56 No. 4, pp. 1079-1134.
- Rosser, J.B. (2000), *From Catastrophe to Chaos: a General Theory of Economic Discontinuities*, Springer, Boston, MA.
- Shiller, R.J. (1981), “Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?”, *American Economic Review*, Vol. 71 No. 3, pp. 421-436.
- Sornette, D., Demos, G., Zhang, Q., Zhang, Q., Cauwels, P., Filimonov, V. & Zhang, Q. (2015), “Real-time prediction and post-mortem analysis of the Shanghai 2015 Stock Market bubble and crash”, Swiss Finance Institute Research Paper, No. 15-31.
- West, K. (1987), “A specification test for speculative bubbles”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 102, pp. 553-580.